



Novák Zsuzsanna

Monetáris politika

Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar
Pénzügyek tanszék, 2019

Pénzügyi műhelytanulmányok 7

Novák Zsuzsanna

Monetáris politika

ISBN 978-963-421-800-5

Kiadja a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem
Gazdaság- és Társadalomtudományi Kar, Pénzügyek tanszék
1117 Budapest, Magyar tudósok körútja 2. Q épület

© Novák Zsuzsanna, 2019

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítás, a nyilvános előadás, a rádió és televízióadás, valamint a fordítás jogát, az egyes fejezeteket illetően is.

All rights reserved, including reproduction, public performance, radio and television broadcasting, and translation rights, also for each chapter.

Printed in Hungary, Budapest

Tartalomjegyzék

1. A monetáris politika alapjai	4
1.1. A monetáris politika fogalma, hatásmechanizmusa.....	4
1.2. A monetáris politika hatásossága	7
1.3. Phillips-görbe elméletek és a monetáris politika	11
1.4. Rules versus discretion	17
1.5. A monetáris politika céljai, jegybanki stratégiák	19
2. A jegybankok eszköztára és feladatai.....	27
2.1. Hagyományos eszköztár	28
2.2. Nemkonvencionális jegybanki intézkedések.....	32
2.3. Főbb feladatok és intézményi jellemzők	36
3. A Magyar Nemzeti Bank.....	41
3.1. Rövid történeti áttekintés	41
3.2. Az MNB működése napjainkban	42
3.3. Az MNB cél- és eszközrendszere	44
3.4. Az MNB nem-hagyományos műveletei	45
3.5. Az MNB utóbbi egy évtizedének kamatpolitikája – a válságtól a historikusan alacsony kamatokig.....	48
4. Forrásjegyzék.....	50

Monetáris politika

A pénzügypolitika, a gazdaság pénzügyeinek kormányzati szintű igazgatása három fő területet ölel fel. **A monetáris politika a kamatlábak szabályozásán keresztül gyakorol hatást a gazdaságra.** A fiskális politika a költségvetési bevételi (adók, járulékok, az állam vállalkozói tevékenységéből származó jövedelmek stb.) és kiadási tételein, a költségvetési egyenlegen, valamint az államadósság kezelésén keresztül befolyásolja a gazdasági folyamatokat. Végül a monetáris politikától esetenként elkülönítik a devizapolitikát – bár az gyakran ugyancsak a monetáris hatóság feladata –, amely az árfolyampolitikát, a gazdaság devizatartalékainak kezelését és általában a devizaműveleteket szabályozza.

1. A monetáris politika alapjai

1.1. A monetáris politika fogalma, hatásmechanizmus

A pénzügypolitika, a gazdaság pénzügyeinek kormányzati szintű igazgatása három fő területet ölel fel. **A monetáris politika a kamatlábak szabályozásán keresztül gyakorol hatást a gazdaságra.** A fiskális politika a költségvetési bevételi (adók, járulékok, az állam vállalkozói tevékenységéből származó jövedelmek stb.) és kiadási tételein, a költségvetési egyenlegen, valamint az államadósság kezelésén keresztül befolyásolja a gazdasági folyamatokat. A közszükségletek fedezéséhez szükséges anyagi eszközök beszerzése, kezelése és felhasználása különös állami tevékenységet kíván, amelyet állami pénzügyeknek, helyesebben államháztartásnak nevezünk (Vértessy, 2018). Végül a monetáris politikától esetenként elkülönítik a devizapolitikát – bár az gyakran ugyancsak a monetáris hatóság feladata –, amely az árfolyampolitikát, a gazdaság devizatartalékainak kezelését és általában a devizaműveleteket szabályozza.

A monetáris politika napjainkban jellemzően a kamatszint változtatásával igyekszik a gazdasági alanyok megtakarítási, fogyasztási és beruházási döntéseit és végső soron az árszínvonalat a célkitűzéseinek megfelelően alakítani. Többek között az amerikai jegybank (Federal Reserve, rövidítve: Fed) korábbi gyakorlatában előfordult, hogy közvetlenül a likviditás szabályozásával befolyásolta a makrogazdasági változókat, de számos kritika fogalmazódott meg ezzel a megközelítéssel kapcsolatban. 1979 és 1982 között

ugyanis a Fed a nála elhelyezett ún. nem kölcsönvett kereskedelmi banki tartalékok szintjét célozta és így módon gyakorolt ellenőrzést a szűk értelemben vett pénzkínálat felett. Ma már a Fed is a rövid lejáratú (egynapos) kamatszintre vonatkozó céljának meghirdetése révén, más jegybankok pedig kifejezetten egy kiemelt forrásoldali vagy eszközoldali instrumentumuk (irányadó eszköz) kamatának változtatására révén fejtenek ki hatást a rövid távú kamatszintekre, mindenekelőtt a bankközi kamatlábakra és azon keresztül a gazdaság más szegmenseinek hozamelvárásaira. A kamatszint változtatásával és eszköztáruk más elemeivel természetesen végső soron a pénz mennyiségét is befolyásolják, hiszen a jegybank által meghatározott kamatszinthez kedvező esetben igazodik a bankok hitelnyújtási, így pénzteremtési magatartása. A pénzteremtés két fő módja – a hitelnyújtás és a külföldi fizetőeszköz hitelintézetek által történő megvásárlása, illetve betétként való elfogadása – közül a jegybank elsősorban a hazai hitelállomány nagyságát tudja korlátok közé szorítani vagy bővíteni, persze ehhez is szükséges a háztartások és vállalatok hitelfelvételi szándéka és a bankok hitelnyújtási hajlandósága. A külföldi fizetőeszköz bankrendszer általi befogadása nagyban függ a magángazdaság szereplőinek külfölddel kapcsolatos gazdasági tranzakcióitól, amely szabad devizagazdálkodás esetén lényegében független a jegybank gazdaságpolitikai döntéseitől. (Kötött devizagazdálkodás, ill. tőkeforgalmi korlátozások esetén a devizahatóság – amely nem feltétlen egyezik meg a jegybankkal – megkötéseket vezethet be a vállalatok export- és importügyleteire, a külföldre áramló vagy külföldről származó munkából vagy tőkebefektetésből származó jövedelmekre, valamint általában a külfölddel kapcsolatos befektetési és hitelpiaci műveletekre vonatkozóan.) **A jegybank azon műveleteinek összességét, amelyek a pénzmennyiség bővítésére irányulnak expanzív, azon lépéseit, amelyek a pénzmennyiség szűkítését célozzák restriktív monetáris politikának nevezzük.**

Transzmissziós mechanizmusnak nevezzük azt a folyamatot, amelynek során a monetáris politikai döntések (pl. kamatdöntések) hatást gyakorolnak a makrogazdasági változók alakulására és azon belül kiemelten az árszínvonalra, a transzmissziós mechanizmus tehát leírja a jegybanki lépések és a monetáris politika makrogazdasági céljai közti közvetett kapcsolatot.

A monetáris *transzmisszió fő csatornáinak* a lényegét következőképpen összegezzük (ECB, 2011. alapján):

– *kamatcsatorna*: A bankok jegybankpénzben kifejezett likviditásának megszerzése költségekkel jár együtt (akár a bankközi piacon, akár a jegybanktól származik a szükséges likviditás), ami befolyásolja az általuk nyújtott hitelek kamatlábát, azaz a bankok áthárítják a költséget. A jegybanki alapkamat

megváltoztatása elsősorban a rövid lejáratú eszközök piacára, az éven belüli értékpapírok, betéti és hitelműveletek kamatlábára van hatással. Hosszú lejáratokon a várákozásokon keresztül gyakorol befolyást, így a kamatváltozás végül hatással van a fogyasztási és beruházási döntésekre és így a reálgazdasági teljesítményre, valamint az árszínvonalra is.

– *eszközár-csatorna*: A kamat befolyásolja a jövőbeli pénzáramok jelenértékét, azaz a magángazdaság befektetéseinek, szélesebb értelemben véve, a vagyónának piaci értékét. A vagyona gyakorolt hatás közvetetten befolyásolja az inflációt (a magánszektor fogyasztási döntésein keresztül). A hosszú időn keresztül állandósuló alacsony kamatszint a pénzügyi stabilitás felborulásán keresztül is járhat makrogazdasági következményekkel, hiszen eszközár-buborékok kialakulásához és kipukkanásához vezethet (az eszközárak ingadozási ciklusai gyakran a laza monetáris politikának köszönhetők).

– *hitelcsatorna*: Az irányadó kamat változtatása a banki kockázatokra is hatással van: a magasabb kamat következtében nő a hitelkockázat és csökken a bankok hitelnyújtási hajlandósága (bankkölcsön csatorna), ezen felül a fedezet értéke is csökken, ami tovább rontja a hitelhez jutást (mérlegcsatorna).

– *kockázattállalási csatorna*: A bankok kockázattállalási ösztönzőit befolyásoló tényezők jelentősen módosulhatnak a jegybanki kamatdöntések hatására. Csökkenő kamatkörnyezetben az eszközárak növekedésére lehet számítani, valamint az alacsony hozamok hatására nőhet a magasabb jövedelemmel kecsegtető, kockázatosabb eszközök iránti kereslet és kockázati étvágy fokozódása hitelbővüléshez vezethet.

– *árfolyamcsatorna*: A jegybanki kamatdöntések többnyire az árfolyamra is hatást gyakorolnak, az árfolyam felértékelődése csökkenti (import bővülése, olcsóbb inputárak, kevésbé versenyképes export), leértékelődése pedig növeli az árszínvonalat (exportjövédelmek bővülése, csökkenő belföldi kínálat és dráguló import). A monetáris politika árfolyamon keresztül kifejtett hatássósága természetesen nagyban függ a gazdaság nyitottságának mértékétől és a külső adósság devizaösszetételétől.

– *várákozások csatornája*: A monetáris politika elsősorban a magánszektor hosszabb távú várákozásainak befolyásolásán keresztül működik, mely a központi bank kommunikációjának hitelességén múlik elsősorban. Hiteles monetáris politika esetén az árak és bérek meghatározásánál nincs szükség állandó kiigazításra az inflációs vagy deflációs félelem vagy egyszerűen az infláció túlzott volatilitása miatt.

1.2. A monetáris politika hatásossága

A közgazdaságtanban örökké tartó vita tárgya, hogy a gazdaságpolitikai beavatkozás egyáltalán hatással van-e a gazdasági szereplők döntéseire, azaz végső soron a makrogazdasági változók alakulására. A monetáris politika hatásosságával kapcsolatos vita mindenekelőtt a pénz ún. mennyiségi elméletének eltérő megközelítéseiből vezethető vissza.

A **pénz mennyiségi elméletének fisheri értelmezése** szerint a pénz (M) és a pénz forgási sebességének (V) szorzata megegyezik az árszínvonal és az adott pénzmennyiség segítségével megvalósított naturáliákban kifejezhető tranzakciók (áru- és szolgáltatáscsere) (Q) szorzatával, azaz

$$MV = PQ \quad (1)$$

Neoklasszikus értelmezésben a forgási sebességet állandónak tekintve és a reáltranzakciókat a reáljövedelemre (Y) cserélve olyan egyenlethez jutunk, amely a reáljövedelem kínálati tényezők általi meghatározottsága esetén azt fejezi ki, hogy a pénz mennyisége nem befolyásolja a reáljövedelmet:

$$M\bar{V} = P\bar{Y} \quad (2)$$

A pénz mennyiségi elmélete a fenti felírásban kifejezi a **pénz semlegességét**, azaz **a pénzmennyiség a reálgazdasági teljesítmény vonatkozásában hatástalan, bővülése kizárólag az árszínvonalat emeli meg, azaz inflációt idéz elő**. Egyes makroökonómiai modellekben külön megkülönböztetik a *pénz supersemlegességét, amely akkor áll fenn, ha a pénzállomány növekedési ütemének megváltozása sem befolyásolja az erőforrások allokációját, azaz a reálváltozók értékeit*.

A pénz mennyiségi elmélete más felírásban alkalmas a magángazdaság pénz iránti keresletének kifejezésére is. Az alábbi egyenlet alapján – mely az ún. *cambridge-i formula* - a nominális jövedelem egy jól meghatározott (a pénz forgási sebességének reciprokával megegyező mértékű) hányadát tartják a jövedelemtulajdonosok pénzben.

$$M^D = kPY \quad (3)$$

Ezzel szemben **Keynes likviditáspreferencia-elmélete** alapján a pénzkereslet a reáljövedelem (pozitív) és a kamatláb (negatív) függvénye. Az elmélet szerint ugyanis a pénz iránti keresletet az motiválja, hogy a gazdasági alanyoknak a jövedelemtől függő gazdasági tranzakciókon felül előre nem látható kiadások fedezésére (óvatossági pénzkereslet) és értékpapírpiazi spekulációs célokra (arra az esetre, amikor a kamatláb emelkedése következtében

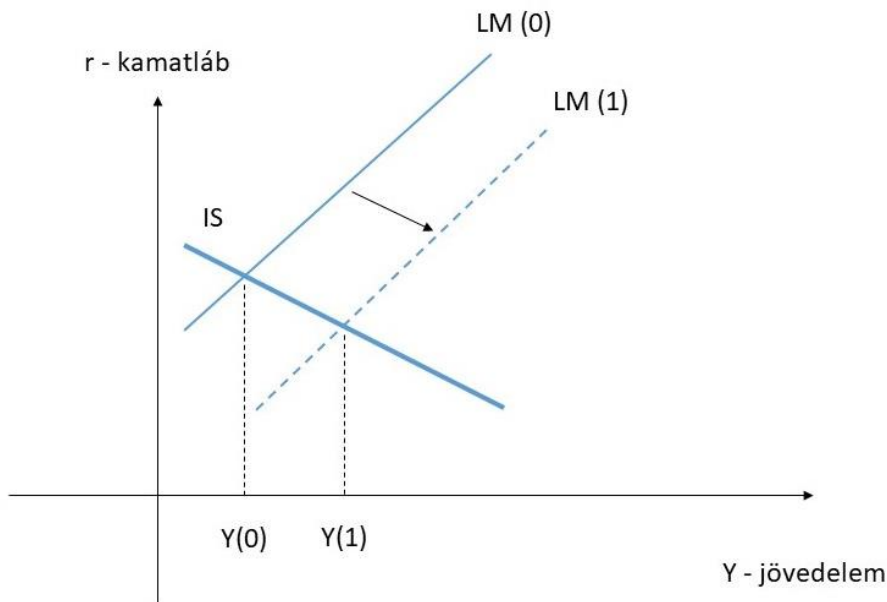
a kötvények piaci árfolyama esik, és ezért érdemes befektetni az értékpapírpiacon, azaz pénz tartása helyett értékpapírt vásárolni) is szükségük van likvid pénzeszközökre. Ebben a megközelítésben a monetáris politika már eredményes lehet: a pénzmennyiség bővülésével csökken a gazdaság kamatszintje és ez ösztönzi a beruházási keresletet, ami végül a reáljövedelem bővüléséhez vezet.

$$M^D = f(Y, r) \quad (4)$$

Keynes és követői, a keynesiánus közgazdászok ennek megfelelően a mérsékelt kamatszint fenntartása mellett törekedtek lándzsát. A monetarista iskola képviselője, Friedman a kötvénypiacon felül más eszközök hozamát is figyelembe vette a pénztartás alternatívaköltségeként. Friedman mindemellett azt állította, hogy a pénzkereslet kiegyensúlyozott és alacsony a kamatérzékenysége, így a monetáris politikának nem a kamatok szabályozásával, hanem a pénzmennyiség kiegyensúlyozott növelésével kell a reálgazdasági folyamatokat támogatni. A monetaristák – adaptív várakozásokat feltételezve – általánosan azt az álláspontot képviselték, hogy rövid távon a pénz kínálata domináns hatással van a reálváltozókra is, ekkor a pénz mennyiségének ingadozása a kibocsátás és a foglalkoztatás ciklikus változását idézheti elő, hosszú távon azonban már semleges. Hangsúlyozták továbbá, hogy monetáris politika ugyan nem képes növelni a gazdasági potenciált, de nem megfelelő pénzkínálat esetén recessziót idézhet elő. Végül az endogén pénzelmélet képviselői (posztkeynesiánusok) szerint a monetáris politika a monetáris bázis (készpénz, hitelintézetek tartalékegyenlegei) változtatásával nem képes hatni a gazdasági folyamatokra, mivel a pénz mennyisége nem külső adottság, hanem endogén módon, a hitelkereslet következtében alakul ki (különösen a vállalatok költségviszonyai, adózási feltételei alakítják) és ez határozza viszszamenőleg meg a jegybankpénz mennyiségét is.

Zárt gazdaságban Hicks és Hansen nyomán jól szemléltethető a monetáris politika hatásossága az IS- (árupiaci egyensúlyt kifejező (reál)kamatláb-jövedelem kombinációk) és LM-görbe (adott pénzkínálat és árszínvonal mellett egyensúlyt teremtő kamatláb és jövedelemszintek sorozata) segítségével. Ha ugyanis a pénzkereslet kamatrugalmassága elhanyagolható (az LM-görbe meredek) és a beruházások kamatérzékenysége a végtelent közelíti (az IS-görbe közel vízszintes) a monetáris politika a pénzmennyiség növelése révén jelentős jövedelembővülést tud előidézni.

Hatásos monetáris politika az IS-LM rendszerben



Forrás: saját szerkesztés

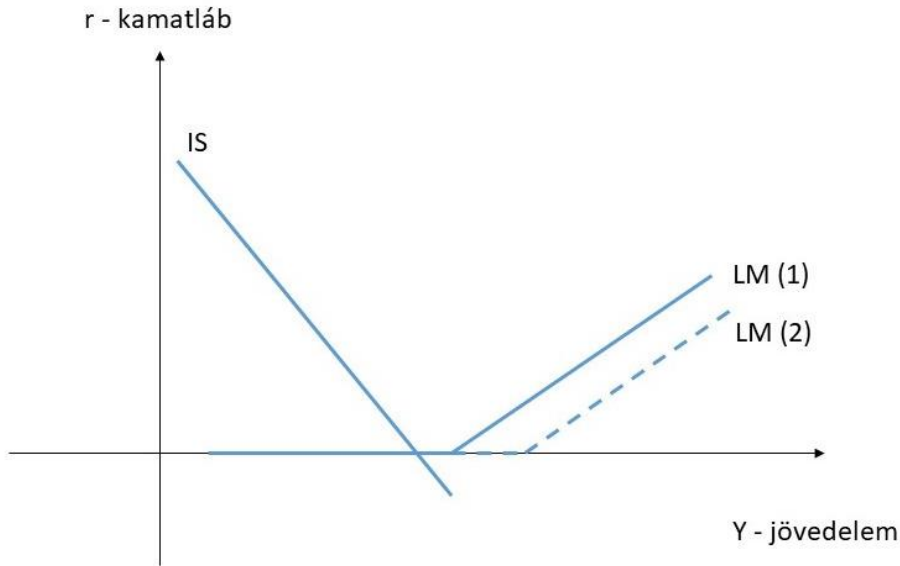
Nulla közeli kamatszintek esetén azonban az elméletben **likviditási csapdaként**¹ emlegetett jelenség kialakulása érhető tetten a gazdaságpolitikai gyakorlatban is. Ebben az esetben a pénzkereslet kamatérzékenysége végtelen és így a jegybank a kamatpolitikával (legalábbis az általa közvetlenül befolyásolható rövid lejáratú szegmensekben) már nem képes ösztönözni a gazdaság teljesítményét. Az IS-LM görberendszer segítségével ezt úgy szemléltethetjük, hogy az LM-görbe egy adott kamatszint alatt vízszintes egyenessé válik.

Nyitott gazdaságban Mundell-Fleming elmélete alapján az áru- és pénzpiaci egyensúlyt kiegészíthetjük a fizetési mérleg egyensúlyát kifejező (ugyancsak a kamatláb és a jövedelem függvényében felírt) BP-görbével. Ahhoz azonban, hogy értékelni tudjuk a monetáris politika (ceteris paribus a pénzmenyiség növelésének/a kamatláb csökkenésének) hatásosságát ebben az esetben, meg kell különböztetnünk a rögzített és a rugalmas árfolyamrendszer esetét. *A Mundell-Fleming modellben fizetési mérleg egyensúlytalanság esetén ugyanis csak rögzített árfolyamrendszerben lehet a monetáris politika hatásos.* Felülértékelt árfolyam esetén a pénz mennyiségének növelésével (a

¹ A fenti magyarázat a hicksi értelmezéshez áll közel. Keynes (1936) eredetileg arra az elméleti kamatszintre használta a kifejezést, amikor már nem éri meg kötvényt tartani az alacsony kamat miatt, hanem a gazdasági alanyok inkább készpénzt halmoznak fel.

jegybank hazai fizetőeszköz eladásával interveniál) az árfolyam leértékelődik, ami javítja az exportteljesítményt, így hozzásegít a fizetési mérleg egyensúlyához.

Likviditási csapda IS-LM rendszerben

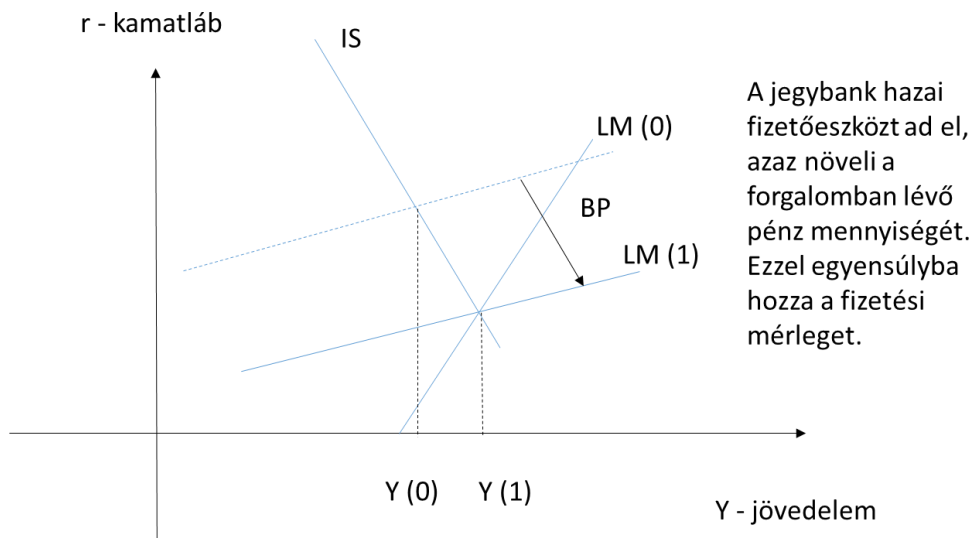


Forrás: Krugman (1999) alapján saját szerkesztés

Alulértékelt árfolyam esetén pedig a hazai fizetőeszköz vásárlásával (a pénz mennyiségének csökkentésével) a jegybank felértékeli az árfolyamot, ami a csökkenő jövedelem és a magasabb kamatszint révén visszafogja az importot, de egyben a magasabb kamatláb révén elősegíti a tőke beáramlását, ami hozzájárul a fizetési mérleg egyensúlyához. *Rugalmas árfolyamrendszerben* a pénz mennyiségének növelésével nemcsak a kamatláb csökken, de ceteris paribus nő a belső infláció is és mindkettő a fizetési mérleg passzívumát növeli, még akkor is, ha ideiglenesen a jövedelem bővüléséhez is hozzájárul. Rugalmas árfolyamrendszer esetén ezért különbséget kell tennünk a kis nyitott gazdaságok és a nagy zárt gazdaságok között. Mivel a kis nyitott gazdaság esetében a külföldi kamatszint adottságnak tekinthető, a hazai kamatszint mérséklődése árfolyamleértékelődést idéz elő, ami az export élénkülésén keresztül javítja a fizetési mérleget (míg a tőkeforgalom csökkenése rontja), de összességében hatásossá teheti a monetáris politikát. Ezzel ellentétben a várt leértékelődés nem feltétlen következik be nagy, kamatmeghatározó gazdaságok esetén. *Nyitott gazdaságban továbbá a kamatpolitika nagymértékben függ attól, hogy a belső gazdasági aktivitást meghatározó beruházások (illetve általában a belső kereslet) kamatlábérzékenysége vagy pedig a külső*

egyensúly szempontjából lényeges tőkepiaci kereslet (így a fizetési mérleg) kamatlábérzékenysége közül melyik a meghatározóbb.

Jegybanksi beavatkozás rögzített árfolyamrendszerben



Forrás: Bevezetés a gazdaságpolitikába (szerk.: Veress József) (1996). alapján: saját szerkesztés

A monetáris politika IS-LM keretrendszerben, valamint a Mundell-Fleming modell segítségével történő magyarázata természetesen sok hiányossággal küzd, hiszen nem veszi figyelembe az árszínvonal belső gazdasági folyamatok következtében történő alkalmazkodását, a külső infláció hatását, a kínálati tényezőket stb., de az absztrakt megközelítés mindenképpen segít a monetáris politika hatásmechanizmusának megértésében.

1.3. Phillips-görbe elméletek és a monetáris politika

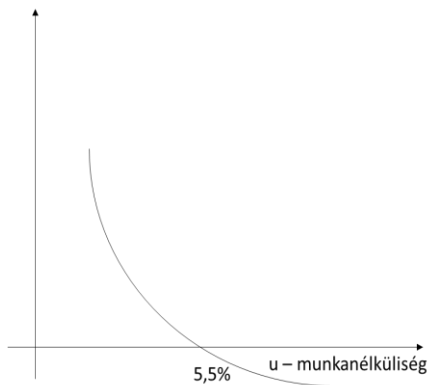
A monetáris politika szerepe az infláció vagy általában a gazdasági folyamatok szabályozásában mára megkerülhetetlenül összekapcsolódik a Phillips-görbe összefüggéssel. Phillips 1958-ban publikálta a közgazdasági gondolkodásban mérföldkönek számító cikkét *a munkanélküliség és az nominális bérnövekedés negatív kapcsolatáról*, amelyet az Egyesült Királyság 1861 és 1957 közötti adatain szemléltetett. Phillips ebben a nevezetes tanulmányában a két változó közti kapcsolat nemlinearitására hívta fel a figyelmet, részben arra hivatkozva, hogy a bérek lefelé merevek, azaz ha nagyon magas is a

munkanélküliség, egy bérszint alatt már nem hajlandók a munkavállalók munkába állni (Gordon, 2008). Véleménye szerint a munkabérek változása nagyrészt a tényezőkölségeknek köszönhető és csak elhanyagolható mértékben az importárak változásának.² Bár a hosszú távú termelékenység-bővülés bérnövekedésből történő levonásával Phillips is utal a munkanélküliség-infláció kapcsolatára, annak gazdaságpolitikai vonatkozásával csak később, Samuelson és Solow foglalkozik 1960-as írásában. A szerzőpáros USA adatokon tesztelte *az infláció és a munkanélküliség összefüggését* és arra jutottak, hogy az 50-es évekre a Phillips-görbe felfelé tolódott, így az inflációmentes munkanélküliségi szint 5-6%-ra emelkedett (a 30-as évekre feltételezett 3%-os mértékről.) Továbbá rámutattak, hogy *a gazdaságpolitika trade-off-fal szembesül, az inflációt és a munkanélküliséget csak egymás kárára tudja csökkenteni.*

A Phillips-görbe két eltérő értelmezése

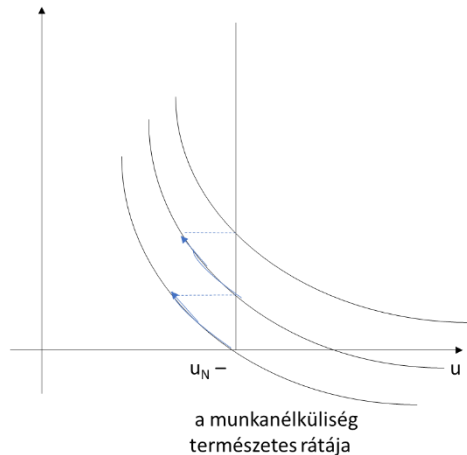
Samuelson-Solow módosított Phillips-görbéje

dp/p –
árszínvonal változás



Hosszú távú Phillips-görbe adaptív várakozások mellett

dp/p –
árszínvonal változás



Forrás: <http://web.uconn.edu> alapján saját szerkesztés

² Lipsey az összefüggést 1960-ban kiegészítette egy olyan ökonometriaileg tesztelt Phillips-görbével, amelynek az esetében a munkanélküliség változásának a mértéke és a szintje is megjelent és amely igazolta, hogy munkanélküliség csökkenése esetén az azt követő nominális bér változása mindig kisebb, mint a munkanélküliség növekedése esetén, azaz számít a munkanélküliség változásának mértéke és iránya is a munkanélküliség-nominális bér összefüggés esetében. (Gordon, 2008)

Bár Samuelson és Solow már utal arra, hogy a Phillips-görbe a várakozások hatására eltolódhat, *a várakozások modellszerű megjelenítését a Phillips-görbe összefüggésben Friedman és Phelps alapozta meg* az³ 1960-as évek végén.

A később *téves helyzetmegítélés modelljeként* is hivatkozott elmélet értelmében a monetáris politika a korábbinál magasabb infláció előidézésével egy időre a munkanélküliséget annak természetes szintje alá tudja csökkenteni, mivel az árak emelkedését a munkások nem érzékelik azonnal, hanem csak késleltetetten, és így egy ideig a korábbinál alacsonyabb reálbér mellett is hajlandók munkába állni. Idővel azonban a gazdasági szereplők alkalmazkodnak az új körülményekhez, azaz a magasabb infláció beépül a várakozásaikba, és a Phillips-görbe felfelé tolódik, a munkanélküliség korábbi szintje magasabb infláció mellett áll be⁴. Ebből következően a klasszikus munkanélküliség-infláció trade-off csak rövid távon áll fenn, hosszú távon a Phillips-görbe függőlegessé válik. **Adaptív várakozások** esetén tehát a *gazdasági alanyok a múltbeli inflációból következtetnek jelenlegi helyzetükre* és a várt inflációtól való eltérés ideiglenesen eltérítheti a munkanélküliséget az (az inflációs várakozásoknak megfelelő infláció esetével összhangban lévő) ún. *természetes munkanélküliség* szintjétől.

A várakozásokkal kiegészített Phillips-görbe egyenlete ennek megfelelően a következő formában írható fel:

$$\pi_t = \pi_t^e + \beta(u_t - u_N) + \varepsilon_t \quad (5)$$

A fenti egyenlet nemcsak azt fejezi ki, hogy amennyiben az aktuális inflációt (π_t) a monetáris hatóság a várt mértéke (π_t^e) fölé emeli, akkor a munkanélküliség (u_t) a természetes ráta (u_N) alá csökkenthető (a $\beta < 0$ jellemzően), hanem azt is, hogy a gazdaságot érhetik különféle sokkok (ε_t) is, amelyek az inflációt eltéríthetik a korábban várt mértékétől. Ezek a sokkok általában költségeredetűek, mint amilyen például a nyersanyagárak változása, a minimálbér vagy az állami árszabályozás adott területen történő módosítása (Mankiw, 1997).

³ A természetes munkanélküliségre Tobin nyomán ma gyakran mint *NAIRU* (non-accelerating inflation rate of unemployment) hivatkoznak, azaz mint a munkanélküliség azon szintjére, amely mellett nem gyorsul az infláció. (Bodnár, 2002)

⁴ Phelps 1967-1968-as modelljei között van olyan, amely esetében a munkaadó várakozásai alkalmazkodnak késleltetve az árszínvonal változásához. (Gordon, 2008)

Friedman és Phelps a folyamatos piaci egyensúlyra és a tökéletlen információra épülő modelljét hamarosan kiegészítette az *újklasszikus iskolát* képviselő Lucas (1972, 1973) a **racionális várakozások** feltételezésével (Gordon, 2008). A racionális várakozásokkal felvértezett gazdasági alanyok előre tudják jelezni a makrogazdasági változók hatását az inflációra (függetlenül attól, hogy a munkaadói vagy a munkavállalói oldalt képviselik) és így a monetáris politika előre bejelentett lépései (kamatváltoztatás, egyéb, a pénz mennyiségét és így az inflációt érintő döntések) beépülnek a várakozásokba és nem idéznek elő változást a reálgazdaságban, így a munkanélküliségben és a kibocsátásban sem. (A pénz semleges és érvényesül a *gazdaságpolitika hatástalanságának újklasszikus tétele*.) A fentiek következtében az *újklasszikus Phillips-görbe már rövid távon függőleges* –nem várt események átmeneti hatását nem tekintve – és formalizálása történhet a korábbi (5) egyenlet segítségével, vagy felhasználva Okun-törvényét⁵ a GDP-rés és az infláció összefüggéseként:

$$\pi_t = \pi_t^e + \gamma(y_t - y_p) + \varepsilon_t \quad (6)$$

ahol az $y_t - y_p$ tag a GDP aktuális és potenciális mértéke közti eltérésnek feleltethető meg és az ε_t nulla várható értékű változó (fehér zaj) és $\gamma > 0$. A gazdasági szereplők ebben az esetben is tévedhetnek az infláció tényleges mértékét illetően (az árvárakozások véletlen bolyongást követnek), így ideiglenesen a GDP eltérhet a természetes munkanélküliségi rátához tartozó szintjétől, de tévedésük nem szisztematikus, nem ismétlődik meg (Bodnár, 2002). A monetáris politika is csak meglepetés inflációval tudja befolyásolni a reálváltozókat, de azt is csak átmenetileg.

A 70-es és 80-as években részben az olajárrobbanás, részben pedig az egyes országok igen eltérő inflációs folyamatai következtében számos empirikus munka született a Phillips-görbe trade-off milyenségének vizsgálatára, ami jelentősen átformálta az elméletével kapcsolatos közgazdasági nézeteket is. Az elméleti irodalom pedig két fő ágra vált szét az empirikus összefüggések alapján: (1) az elméletek egyik iránya a keynesiánus hagyományokhoz tért vissza és az infláció alakulását illetően nagy hangsúlyt fektetett az *inflációs inerciára (tehetetlenségre)*, amelyet a bérek és árak fix időtávra kötött szer-

⁵ Az Okun-törvénye azt fejezi ki, hogy a munkanélküliség eltérése a természetes rátától arányos a GDP aktuális értékének a potenciális GDP-től vett eltéréseivel.

zódésekből következő ragadósságára vagy a költségarak változásának a végtermékek árába történő késleltetett megjelenésére vezetett vissza, (2) a másik megközelítés a *gazdaságpolitika és a várakozások közötti játékon alapul* és nem foglalkozik inflációs sokkokkal és inerciával, a várakozások ez utóbbi, gazdaságpolitika alapú felfogása jó alapot szolgáltatott a későbbi ún. újkeynesi Phillips-görbe modellek kialakításához. Az első eset jól magyarázta a relatíve stabil inflációjú országok, mint amilyen az USA, de különösen az európai országok folyamatait, mint amilyen az Egyesült Királyság volt a 80-as években, ahol a dezinfláció komoly makrogazdasági áldozat árán valósult meg és a munkanélküliség (természetes) szintje sokáig magas szinten maradt feltételezhetően a reálgazdaságot ért tartós sérülések miatt. A másik koncepció pedig értelmezhetővé tette a meredekebb Phillips-görbével jellemezhető és a hiperinflációs gazdaságok áralakulását, valamint azt a jelenséget, hogy gyakran egy hirtelen, de a gazdaságpolitika által hitelesen megvalósított dezinfláció kevesebb reálgazdasági áldozattal jár együtt, ha a várakozások horgonyzása terén sikeresnek bizonyul. (Mankiw, 1997, Gordon, 2008,)

Az ún. *újkeynesi Phillips-görbe* a több időszakon keresztül, dinamikusan optimalizáló (általában racionális várakozással jellemezhető) gazdasági szereplők segítségével segít megérteni az infláció alakulását és így a monetáris politikai döntéseket (Gordon, 2008). Ebben a megközelítésben a cégek monopolisztikus versenypiaci környezetben tevékenykednek és árazási döntéseikben valamilyen súrlódással (pl. ragadós árakkal és bérekkel) szembesülnek. Az egyik legismertebb ilyen árazási modell a Calvo-féle, amelynek esetében a vállalatok random időszakokra rögzítik az áraikat (ez viszi a ragadósságot a modellbe szemben más megközelítésekkel, ahol pl. a szerződések időtartama előre meghatározott) és a több időszakos optimalizálás eredményeképpen az adott időszak árszínvonala a múltbeli árak súlyozott átlagaként szám-szerűsíthető, de egyben az optimalizációs feltételek alapján a jövőbeni piaci feltételek is befolyásolják a jelen ármeghatározó döntéseit. Az újkeynesi Phillips-görbe egy egyszerűsített felírása lehet például a következő:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \gamma(y_t - y_p) \quad (7)$$

Azaz a következő időszakra várt infláció ($E_t \pi_{t+1}$) és a GDP-rés határozza meg az aktuális infláció mértékét. Sok újkeynesi modell a munkanélküliségi rés (az aktuális munkanélküliségi ráta és a természetes közti eltérést) és a

kibocsátási rés helyett a Phillips-görbe összefüggésben a határkölség változását (ami felfogható pl. mint a reálbér és a termelékenység változásának hányadosa) tünteti fel az aktuális inflációra ható tényezők között a várt infláción felül. Ezeknek a modelleknek a közös tulajdonsága, hogy a gazdasági szereplőket többségében *előretekintő várakozások* jellemzik, összefüggésrendszerükben az inflációs inercia nincs jelen, az infláció pedig rugalmasan változhat új információ hatására (Gordon, 2008). Az új-keynesi elvek figyelembevételével ma már számos jegybank átfogó dinamikus, sztochasztikus egyensúlyi, racionális várakozásokon alapuló, a bérinflációt és az inflációt tisztán vagy részben előretekintő változóként feltüntető modellek – ún. *DSGE modellek*⁶ – segítségével segíti a döntéshozók munkáját. Ezekben a Phillips-görbének kitüntetett szerep jut.

Az alábbi egyenlet egy lehetséges felírása az új-keynesi Phillips-görbének, egy olyan gazdaságban, ahol a vállalatok *Calvo-árazást* alkalmaznak (Dennis, 2005):

$$\pi_t = \frac{1}{1+\beta} \pi_{t-1} + \frac{\beta}{1+\beta} E_t \pi_{t+1} + \frac{(1-\beta\xi)(1-\xi)}{(1+\beta)\xi} \widehat{m}c_t \quad (8)$$

A fenti egyenlet egy olyan modellben jelenik meg, ahol az árupiacon a cégek monopolisztikus versenyzőként lépnek fel, és a munkaerőt a tökéletesen versenyző inputpiacról toborozzák. Az árrugalmasságot a Calvo-féle árazási séma képviseli. A cégek $(1-\xi)$ -ed része minden periódusban újraárazhatja terméke árát. Ezekkel a feltételezésekkel, valamint a szubjektív diszkontfaktort jelölő β felhasználásával a fenti Phillips-görbe összefüggés nem egyszerűen a jövőbeli infláció és a határkölség változásának a függvénye, hanem a múltbeli inflációé is. Egyes *gazdaságok esetében a gazdasági szerep-*

⁶ DSGE=Dynamic, stochastic, general equilibrium, azaz dinamikus, sztochasztikus általános egyensúlyi rendszer. A DSGE modell típus és a benne rejlő lehetőségek legszélesebb körű alkalmazása először az IMF-nél jelent meg, kidolgozása 2000 után vett új lökést. A modell továbbfejlesztésében és kifinomításában mind az amerikai jegybank, mind pedig az Európai Központi Bank szakemberei részt vettek. Jelentősége főként abban rejlik, hogy ötvözi az reál üzleti ciklus (RBC) modellek és a velük párhuzamosan fejlődő, a jegybanki gyakorlatban alkalmazott többnyire kvantitatív információk feldolgozását segítő, a gazdaságpolitikai lépések hatását számszerűsítő empirikus modellek előnyeit, így, az alternatív gazdaságpolitikai megközelítések közti választás lehetőségének biztosítása révén a gyakorlati döntéshozatalt is elősegítik.

lők egy részéről feltételezhető ugyanis a visszatekintő árképzés és ezt reprezentálja az infláció késleltetett értékét megadó tag. Hasonló, a vállalatok egy részének visszatekintő árazási sémáján nyugvó (tehát késleltetett inflációs tagot is tartalmazó) Phillips-görbe összefüggést foglal magában a Magyar Nemzeti Bank makrogazdasági előrejelző modellje, amely Smets és Wouters 2003-as jól ismert, az euroövezetre kifejlesztett DSGE modelljéből meríti a vállalatok árazási magatartására vonatkozó feltevését (Békési et al., 2016).

A Phillips-görbe összefüggést vagy azokat a többegyenletes modelleket, amelyek tartalmaznak ilyen elemet számos empirikus vizsgálat használta az infláció és a reálgazdaság valamilyen változója (munkanélküliség, GDP-rés, határköltség, bérhányad stb.) közti kapcsolat vizsgálatára az utóbbi évtizedekben is. Ezen irodalmak egy jelentős része foglalkozik a reálgazdasági teljesítmény és infláció közti átváltás vonatkozásában azzal a jelenséggel, amire a *Phillips-görbe* utóbbi időkben megfigyelhető „*ellaposodásaként*” utalnak. Ez azt jelenti, hogy az infláció mind nagyobb mértékű változására van szükség ahhoz, hogy a reálgazdaságra számottevő hatást gyakoroljon. (Vagy más módon, a reálgazdaságban nagy teljesítménynövekedésnek kell bekövetkeznie ahhoz, hogy az az infláció vagy a nominális bérek változásában megmutatkozzon.) A feltételezést a közgazdászok népes tábora támasztja alá ökonometriai vizsgálatokkal, de vannak olyan eredmények is az utóbbi (jellemzően a 2007-2008-as globális pénzügyi válság óta eltelt) pár évben, amelyek éppen ellenkezőleg, a görbe meredekségének újból emelkedő tendenciájára utaló folyamatokról számolnak be. (lásd többek között: Iakova, 2007, ECB, 2017)

1.4. Rules versus discretion

A másik fő elméleti törésvonal a monetáris politikai (és általában a gazdaságpolitikai) vitákban *a szabálykövetés és az egyszeri, diszkrecionális intézkedések közötti választás kérdése* mentén jelentkezik. Már az aranystandard rendszer idején megosztotta a gazdaságpolitikusokat, hogy a forgalomban lévő bankjegyek és érmék mögött milyen mértékű aranyfedezet fenntartása célszerű és szükséges a pénz értékállandóságának biztosítása érdekében. Ez váltotta ki a *currency és a banking iskola* közötti elméleti diskurzust, amelynek gyakorlati, jogszabályban megnyilvánuló következménye is lett, hiszen az 1844-es Peel-törvény Angliában, amely előírta, hogy a Bank of England az aranytartálék és a könyveiben nyilvántartott államadósság fedezetére mi-

ilyen mértékben bocsáthat ki pénzhelyettesítőket lényegében a currency iskola átmeneti győzelmeként értékelhető a gazdaságpolitikai döntéshozatalban. A két iskola eltérően vélekedett az infláció okairól. Míg a currency elmélet szerint az infláció a pénz fedezet nélkül, a forgalom pénzigényét meghaladó kibocsátásából ered, a banking iskola reálgazdasági hatásoknak (pl. relatív árváltozások, költségváltozások) tulajdonította az árszínvonal változását.

Friedman k-szabálya értelmében a gazdaságpolitikának állandó ütemű pénznövekedést kell fenntartani és 100%-os tartalékrátát megszabnia a gazdaság stabilitása céljából. Friedman szerint ugyanis a kamatláb, a munkanélküliség és az output hosszú távon a technológia által determinált. A pénz mennyiségét pedig elsősorban a kereslet határozza meg. Ennek következtében – mivel rövid távon a monetáris politika nem kívánatos diszturbanciát okozhat a reálgazdaságban – úgy érdemes megválasztani az adott időszakban a pénz mennyiségének növekedési ütemét, hogy az közelítőleg a reáljövedelem és a pénz forgási sebességének növekedési különbözetének feleljen meg. *Friedman továbbá nulla árszínvonal-növekedést és nulla nominális kamatszintet tartott kívánatosnak.*

A *rules versus discretion* vita egy következő állomása a jegybankok által meghirdetett inflációs célhoz köthető, azaz hogy érdemes-e a jegybanknak szabálykövető módon a várt inflációhoz (vagy meghirdetett inflációs céljához) igazítania monetáris politikai döntéseit vagy válasszon meglepetésszerű (diszkrecionális) inflációs mértéket, amellyel ideiglenesen „becsaphatja” a gazdaság szereplőit többletteljesítményre ösztönözve azokat. *Kydland és Prescott (1977) racionális várákozásokra épülő, Phillips-görbe összefüggést tartalmazó modellje* szerint amennyiben a magánszféra várákozásai nem az árszínvonal stagnálását jelzik, a kormányzat csak annyit ér el, hogy inflációt gerjeszt és ezáltal a lehető legnagyobb (inflációs többletben és negatív GDP résben kifejezett) veszteséget szenved el. Éppen ezért érveltek amellett, hogy mindenképpen be kell vezetni valamilyen szabályt, amely megköti a döntéshozók kezét. *Barro és Gordon (1983) jegybanki reputációs modellje* a szubjektív diszkonttényező és a jegybanki veszteségfüggvény, valamint a Phillips-görbe inflációs koefficiense alapján különböző eseteket különböztet meg. Arra a következtetésre jutnak, hogy racionális várákozások esetén (alacsony diszkontráta és magas inflációs koefficiens) nem érdemes jegybank diszkréciót (meglepetésszerű inflációt okozni), ellenben ha a várákozások nem racionálisak, akkor a jegybank képes a gazdaság teljesítményét fokozni meglepetésszerű inflációval, aminek köszönhetően az elköteleződést (rules) kifejező és a jegybank által mesterségesen gerjesztett diszkrecionális szint között kerül egyensúlyba az infláció mértéke.

Az elméletben javasolt jegybanki szabályok közül több a gyakorlatban is bevált, de legalábbis az alkalmazott jegybanki döntéshozatali eljárás részévé vált. A legismertebb ezek közül az ún. **Taylor-szabály**, amely megmutatja, hogy mennyivel kell változtatni a jegybanki kamatlábat abban az esetben, ha a reál GDP aktuális értéke eltér a potenciális értékétől, és az infláció aktuális szintje a célértékétől. Ebből kiindulva – az adott korszaknak megfelelő paraméterek rögzítésével – Taylor a következő szabály követését javasolta:

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi (\pi_t - \pi_t^*) + a_y (y_t - \bar{y}) \quad (9),$$

A fenti képletben i a kamatláb megcélzott szintje (a federális alapok kamata, a Fed irányadó kamatszintje), π az infláció GDP-deflátor alapján megadott értéke, r^* az egyensúlyi reálkamat, y a GDP és \bar{y} a potenciális GDP. Ezt az összefüggést ill. ennek módosított változatait gyakran használják nagyobb ökonometriai modellek részeként a monetáris politika operatív változójának – a kamatláb – a szabályozásának megalapozása céljából.

Taylor (2008) a 2007-2008-as globális pénzügyi válság kirobbanását követően kifejtette, hogy az elkerülhető lett volna, ha a Fed kitart az ő általa megfogalmazott szabály mellett. Végül a legutóbbi pénzügyi válság arra is rávilágított, hogy nulla közeli kamatszintnél a kamatszabály mellett kiegészítő célokat és eszközöket kell kijelölnie a jegybanknak, hiszen félő, hogy a gazdaság likviditási csapdába kerül, másrésről pedig a mennyiségi szabályokat nem illetheti az a kritika, hogy kamatvolatilitást váltanának ki. (Bindseil, 2004b)

1.5. A monetáris politika céljai, jegybanki stratégiák

A jegybankok valamilyen uralkodó elméleti összefüggés talaján határozzák meg stratégiájuk főbb célkitűzéseit és eszköztárát. A mai jegybankok többsége elfogadja, hogy a pénz mennyiségének változtatásával a monetáris politika nem tud hatást gyakorolni a reálgazdasági folyamatokra, így – az infláció egyensúlytorzító hatását elkerülendő (Varga-Sipiczki, 2018) *az árstabilitást jelölik meg elsődleges jegybanki mandátumukként.* Az Európai Központi Bank (EKB) (és a Központi Bankok Európai Rendszeréről) statútuma alapján „*a KBER elsődleges célja az árstabilitás fenntartása*”. Az EKB továbbá több közleményében kifejti, hogy a közgazdászok széles körében elterjedt nézet alapján a pénz hosszú távon semleges, azaz a pénz mennyiségének változása a gazdaságban az árszínvonal változásában nyilvánul meg és nem idéz elő permanens változást a gazdaság reálfolyamataiban, így a reálkibocsátásban és a munkanélküliségben sem. Az EKB tehát úgy értékeli, hogy mivel az infláció monetáris jelenség a jegybank hosszú távon csak úgy

járulhat hozzá a gazdaság növekedési potenciáljának erősítéséhez, ha stabil árakkal jellemezhető gazdasági környezetet biztosít. A pénzkínálat bővítésével és az alacsonyan tartott kamatlábakkal nem ér el többlet gazdasági teljesítményt, hanem ellentmondásba kerülhet árstabilitási céljával.

Ezzel ellentétben az amerikai jegybank (Fed) *árstabilitási mandátumán túl a fenntartható foglalkoztatás maximuma és mérsékelt hosszú kamatlábak melletti elköteleződését is elsődleges céljai között tünteti fel*, ami keynesiánus elemnek tekinthető monetáris politikájában. Bár az Egyesült Államokban megszokott a Fed reálgazdasági célja, a kettős mandátumot sok kritika éri a két gazdasági változó közötti átváltás (trade-off) miatt a közgazdasági szakirodalomban.

A Bank of England az alacsony és stabil inflációt tekinti elsődleges céljának, amely eléréséhez a jegybank mindenekelőtt a kamatpolitikára támaszkodhat. Szakértői kiadványaikban, jelentéseikben az endogén pénzelméleti felfogáshoz hasonlóan a pénzkínálat alakítását a hitelintézetek nyereség alapú hitelkínálati döntéséből vezetik le. A jegybank a hitelintézetek pénzteremtését lényegében csak a kamatlábak befolyásolása révén tudja szabályozni. (McLeay et al., 2014)

Kis, nyitott, jelentős árfolyam-ingadozásnak kitett gazdaságok esetén jellemző gyakorlat az árfolyam-stabilitásra való törekvés, ez volt a közép-kelet-európai országok gyakorlata is EU-s tagságukat megelőzően.

Elsődleges makrogazdasági elköteleződésük érvényesítése érdekében a jegybankok kiválasztanak egy jól megragadható, *az elsődleges céllal empirikusan igazolható, viszonylag stabil és jól előre jelezhető kapcsolatban lévő mutatót közbenső célként*, mely felett a jegybank – legalábbis időbeli eltolódással – képes ellenőrzést gyakorolni. A nominális horgony szerepét betöltő közbenső cél alapján megkülönböztetjük az árfolyamot célzó, a monetáris aggregátum-követő és az inflációs célkövető monetáris stratégiát.

Árfolyamkövetés: A hazai valuta árfolyamát egy másik valutával szemben átváltási arány megadásával ponttrögzítésként és sávosan is meg lehet határozni. Ebben a rendszerben a jegybank az árfolyam stabilitása érdekében jegybanki intervenciók eszközköz – devizavétel és -eladás – folyamodik, elsődleges célja a hazai fizetőeszköz értékének védelme. Az árfolyamrögzítés szélső esete a valutatanácsai rendszer működtetése: ebben az esetben a monetáris hatóság a monetáris bázis hazai értékével megegyező vagy annál magasabb, azaz legalább az M0 100%-át kitevő tartalékot tart fenn a nominális horgonyként megválasztott külföldi fizetőeszközből.

A gyakorlatban Európában az utóbbi évtizedekben jellemzően a dél-kelet-európai erősen dollarizált (vagy euroizált) gazdaságok valószínűsítik meg vagy valószínűsítették meg monetáris politikájukat rögzített árfolyamrendszer keretében (Horvátország és Macedónia, az euroövezeti csatlakozást megelőzően Szlovénia, Málta és Ciprus), valamint az euroövezetből opt-outtal kimaradt Dánia is ezt az árfolyampolitikát folytatja. Valutatanácsi rendszerben alakítja ki monetáris politikáját Bulgária, valamint ez jellemezte Észtországot és Lettországot az euró bevezetése előtt.

Monetáris aggregátum-követés: A kamatlábra és a likviditási tartalékokra, mint mind az elméletben, mind pedig a gyakorlatban nehezen kezelhető indikátor- és célváltozókra épülő stratégiát a 70-es évekre felváltotta a monetáris aggregátumokat vagy az annak alternatívájaként megjelenő nominális jövedelmet célzó pénzpolitika. A pénzmennyiségre épülő szabályozás néhány nagyobb méretű gazdaságban – így sokáig Németországban is – sikeres megoldásnak bizonyult, olyannyira, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió monetáris politikájának egyik pilléréként is az M3 követését választották. Ezt az tette indokolttá, hogy az M3 aggregátum érzékeny a nem-banki ügyletekre és az inflációval hosszú távon empirikusan stabil kapcsolatot mutat. További előnyeként említhető az is, hogy a pénzkínálati multiplikátor alakulása, amely nagyban függ a jegybank, a közvetítő intézmények és a nem-banki szereplők pénzpiaci magatartásától, körültekintő pénzmennyiség cél megfogalmazása esetén megfelelő korlátok között tartható. A pénzaggregátum-követés kritikájaként említik ugyanakkor, hogy a pénz forgási sebessége nehezen mérhető a jelenlegi gazdasági viszonyok között.

Inflációs célkövetés: Az utóbbi pár évtizedben számos ország feladta az árfolyamsávként vagy monetáris aggregátumként meghatározott közbenső célváltozóra épülő jegybanki stratégiát és helyette **az inflációs várakozásokon alapuló végső célt közvetlenül meghirdető inflációs célkövetésre (IT)** tért át az árstabilitás biztosítása érdekében. Először Új-Zélandon alkalmazták ezt a gyakorlatot 1989-et követően. Mára számos fejlett ipari és feltörekvő ország erre a gazdaságpolitikai eszközök átfogó koncepcióját, rugalmas árfolyam-alakulást és jegybanki önállóságot feltételező rendszerre építi monetáris politikáját. Ezt a stratégiát választották többek között a visegrádi országok és Románia is az euró bevezetését megelőzően (ezek közül az országok közül csak Szlovákia vált az euroövezet tagjává ezidáig.) **A közbenső cél ilyenkor maga az infláció (középtávú) előrejelzése** és így a legfontosabb transzmissziós csatorna a várakozások csatornája. A stratégia sikeressége nagyban függ a hitelességen, ha a publikum és a monetáris hatóság közti kommunikáció megfelelő, az inflációs cél nominális horgonyként működhet a gazdaságban és ezáltal befolyásolja a bér- és árinfláció alakulását. Svensson (1997,

2005) és Mishkin (2001) szerint **az inflációs célt érdemes explicit, számszerűsített értékként közvetíteni a magángazdaság szereplői felé.** A gazdaságban kialakuló előretekintő árképzés ugyanis segít az inflációs inercia (ragadósság) megtörésében.

Az IT-stratégia alkalmazhatósága nagyban függ attól, hogy a gazdaságpolitika és a gazdaság szereplői közösen vállalnak-e kötelezettséget az infláció leszorításaért. Az inflációs pálya kialakítása során továbbá figyelembe kell venni a makrogazdasági változók alkalmazkodási sebességét, ami általában mintegy 1-1,5 év időbeli késedelmet okoz. A gyakorlatban ezért, ha kifejezetten szerződés nem is köti a jegybankot a vállalt célok teljesítésére, igyekeznek a jegybanki lépéseket a legszélesebb nyilvánosság számára ismertté és értékelhetővé (transzparencia) tenni, így a *monetáris politika alapvető feltétele a (politikai) hitelesség és a tekintély megteremtése és a jegybank elszámoltathatósága a vállalt célok betartását illetően.* Ezek megléte esetén a még relatíve magasabb inflációjú gazdaságokban a dezinflációs folyamatból, a már mérsékelt inflációja gazdaságokban pedig az infláció volatilitásából fakadó költségek is jelentősen enyhíthetők.

Az infláció kitüntetett szerepe a jegybank célrendszerében nagymértékben köszönhető annak, hogy mára a nemzetközi jegybanki gyakorlatban széles körű az egyetértés, hogy a monetáris politika hosszú távon hatástalan a gazdaság reálváltozóira és csak a nominális tényezőket befolyásolja. Ezzel egyidejűleg azonban – ha a hirtelen árszínvonal-növekedés rövid időre teljesítményjavulással jár is együtt – az infláció újraelosztási hatása (hitelnyújtó és hitelfelvevő, a hazai fix jövedelemből élők és pl. az exportra termelők között stb.) és többletköltségei által okozott gazdasági károk minden gazdasági szakember által jól ismert, elkerülendő jelenségek. Az árak információtaralma torzul, a gazdaság keresleti és kínálati oldali szereplői bizonytalansággal találják szembe magukat mindennapi döntéseik során, valamint torzul az erőforrások hatékony felhasználása. Ennek következményeként lerövidülhetnek a gazdasági kapcsolatok, gyengülhet a gazdasági aktivitás. (Balogh és szerzőtársai (1993), Varga (2017)) Nem beszélve arról, hogy a magasabb árszínvonal általában nagyobb inflációs volatilitással jár együtt. Mindezen hátrányok ellenére mégsem a nulla százalékos infláció a gazdasági stabilitás alapja, hiszen az a reálkamatlábak növekedéséhez vezethet (a monetáris politikai szempontból kitüntetett nominális kamatlábak – alapkamat/irányadó eszköz kamata – jellemzően nem vesznek fel negatív értéket), továbbá nem szabad eltekinteni a nominális merevségektől, a defláció okozta gazdasági visszaesés lehetőségétől, ill. a statisztikai mérési hibáktól (a fogyasztóiár-index rendszerint felülbecsüli az árváltozás ütemét) sem. Így legtöbb gazdaságban ugyan valamilyen módon az árszínvonal stabilizálására törekednek,

de annak optimális növekedési ütemét 1-3% körüli mértékben határozzák meg.

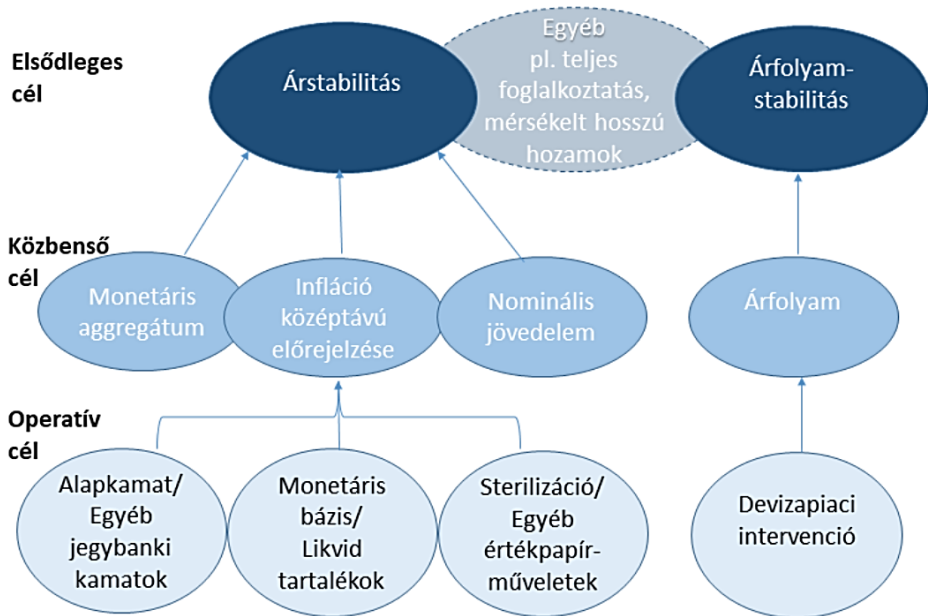
A közbenső cél meghirdetésére épülő jegybanki stratégiák (árfolyamkövetés, monetáris aggregátumkövetés, nominális jövedelem célzása, inflációs célkövetés) egyike mellett sem köteleződnék el a világ legnagyobb jegybankjai, a Fed, az EKB és a BoJ (Bank of Japan). A Fed és a BoJ monetáris stratégiáját sokáig burkolt vagy implicit inflációs célkövetésként értékelték, mert egyik sem adott meg inflációs előrejelzésen alapuló közbenső célt, de 2012-ben mindkettő számszerűsítette árstabilitási célját. A Fed 2%-ban határozta meg „hosszabb távú” inflációs célkitűzését, amivel közelebb került az IT-rendszerhez, de továbbra sem mondott lett duális mandátumáról és a maximális foglalkoztatottság meghirdetéséről (amellyel kapcsolatban ugyancsak számszerűsített előrejelzést tett közzé 2018-ban a munkanélküliség várható mértékének megadásával).

A Fed-del lényegében egyidejűleg a BoJ is közzétette a monetáris politika szempontjából kívánatos inflációs cél mértékét, amelyet rövid távon 1, közép- és hosszú távra 2%-ban számszerűsített. Ettől függetlenül a végső célként kizárólag az árstabilitást megjelölő BoJ-t sem tekintik IT-rendszerű gazdaságnak, mivel intézményi lépéseket nem tett a monetáris politika átláthatósága érdekében és egyes közgazdászok szerint az árfolyamot is használja monetáris horgonyként, ha ez nyilatkozataiban nem is jelenik meg (Andrade-Divino (2005)). Ma a BoJ két fő „komponensből” álló monetáris politikát folytat a QQE (Quantitative and Qualitative Easing – Minőségi és mennyiségi enyhítés) és a hozamgörbe ellenőrzésére épülő elköteleződésének meghirdetése óta (2016): (1) a rövid és hosszú lejáratú kamatok fölötti ellenőrzés kamatpolitika és eszközvásárlás révén, (2) a 2%-os inflációs cél túllépésével kapcsolatos elköteleződés, azaz a monetáris bázist addig bővíti, amíg az infláció a cél fölé nem kerül.

Az Európai Központi Bank monetáris politikája is két fő pillérre épül: (1) az árstabilitás kvantitatív meghatározására, (2) az árstabilitással kapcsolatos kockázatok elemzésének két megközelítésére, ami magában foglalja a (a) széles körű indikátorhalmazon alapuló gazdasági elemzést és (b) a pénzágregátumoknak kitüntetett szerepet tulajdonító monetáris elemzést. Az árstabilitás – mint végső és nem közbenső cél (!) – kvantitatív definícióját 1998-ban tette közzé az EKB Kormányzótanácsa és a HICP (harmonizált fogyasztóiár-index) év/év növekedésének 2% alatti mértékében határozták meg, utalván arra, hogy az árstabilitást középtávon kell fenntartani (később ezt a meghatározást azzal egészítették ki, hogy az inflációt középtávon 2% alatti mértéken, de közel ehhez a mértékhez igyekeznek stabilizálni.) A három kiemelt

jegybank összefoglalóan tehát ún. „kevert stratégiát” folytat, nem sorolható be egyik ideáltipikus rendszerbe sem monetáris politikai gyakorlatuk.

A jegybankok célrendszerének sematikus ábrázolása



Forrás: saját ábra

A jegybank operatív céljának azt a gazdasági változót tekintjük, melyet a központi bank napi működése során nyomon követ. Operatív döntéshozó testülete (lásd: Monetáris Tanács) meghatározza a változó mértékét, majd a jegybank mindennapi eszközeinek használata révén ellenőrzést gyakorol felette (Bindseil (2004a)). *Az operatív cél többnyire egybeesik valamilyen monetáris politikai szempontból kitüntetett eszköz kamatával.* Ahogy fentebb már esett róla szó a jegybankok korábban a monetáris bázist vagy valamely más pénzügyi instrumentum mennyiségét célozták napi gyakorlatuk, amit alátámasztott az, hogy a monetáris bázis jól körülhatárolható statisztikai adat és az inflációnak jó indikátora lehet (Bindseil (2004a)). Számos közgazdász érvel a kamatpolitika mellett, mivel a pénzaggregátumok kevésbé ismertek (kevesen követik nyomon a jegybank mérlegét), bonyolult a számításuk és kamatvolatilitást vonhatnak maguk után. A nagy árfolyam-ingadozásoknak kitett gazdaságoknak kamat helyett valamilyen intervenciók mennyiségét vagy egy adott árfolyamszintet érdemes választani operatív célként. Az ope-

ratív cél akkor ideális, ha az szoros közgazdasági kapcsolatban van a jegybank közbenső céljával, ami jól tetten érhető a transzmissziós mechanizmus különböző csatornáin keresztül.

Az Egyesült Államok jegybankja, a Fed fő operatív döntéshozó testülete (az FOMC) ülései után az operatív célt, azaz a bankközi piac egynapos hitelkamatának mértékére (fed funds rate) vonatkozó célértékét (alapkamat), közvetlen teszi közzé. Ezzel szemben az EKB és a legtöbb európai jegybank egy kitüntetett jegybanki eszköz kamatát hirdeti meg a monetáris döntéshozó testület (az EKB esetében a Kormányzótanács) üléseit követően, és a célja az, hogy a rövid lejáratú kamatlábak ezen irányadó instrumentum kamatszintjéhez igazodjanak (így csak burkoltan, implicite határozzák meg az operatív célt, egy eszköz kamatlábjának meghatározásán keresztül). Az operatív cél a Fed esetében egynapos eszköz kamatlábjához kötődik, ami előnyös abból a szempontból, hogy az operatív cél várt változása nem okoz anomáliákat a hozamgörbe alakulásában és egyben transzparenssebb (Bindseil, 2004b). Az euroövezetben az egyhetes futamidejű fő refinanszírozási művelet a jegybank irányadó művelete, tehát a jegybanki mérleg aktív oldalához kötődik, mivel az euroövezeti országok összességében tőkeexportőrök.

A Magyar Nemzeti Bank forrásoldali szabályozást folytat, irányadó eszköze jellemzően forrásoldali (bár jelenleg elhanyagolható az állománya) Magyarország jelentős tőkeimportjából (elsődlegesen az EU-s transzferek jelentős volumenéből) adódóan. *Az irányadó eszköz arra szolgál, hogy a jegybank az irányadó kamat változtatásával közvetítse az általa optimálisnak tartott kamatszintet, azaz a monetáris politika operatív célját a pénzügyi piacok szereplői felé.* Az alapkamat (amely lehet tehát egy jegybank által meghirdetett célérték vagy valamely irányadó instrumentum kamata) változtatásával a pénzpiaci kamatokon keresztül a banki kamatokra (a legtöbb hiteltermék és vállalati kötvény valamely referenciakamathoz van kötve) és a tőkepiaci kamatokra is hatást gyakorol, ezáltal a jegybank képes befolyásolni a magángazdaság fogyasztási és beruházási döntéseit, és az árfolyamot (Balogh, 2009). Valójában a hosszú lejáratú kamatok alakulásának van a gazdasági folyamatok befolyásolása szempontjából jelentősége, általános gyakorlat azonban, hogy a jegybankok a hozamgörbe rövid végén avatkoznak be, amivel segítik a bankok likviditásmenedzsmentjét és megnehezítik azok spekulációs tevékenységét. Ha a határidős kamatparitás érvényesül (a hosszú és rövid kamatok arbitrázskapcsolat köti össze), a jegybank képes közvetetten a hosszabb hozamokra is hatást gyakorolni. (Balogh, 2009). A hosszabb lejáratú kamat tehát a piaci szereplők várakozásait tükrözi, az alapkamat jövőbeli előrejelzései alapján becsülhető, mely tartalmazza az inflációra vonat-

kozó várakozást is. A piaci várakozások nem feltétlen esnek egybe a jegybank kamatdöntéseivel, így a jegybank kamatváltoztatása arra ösztönözheti a piaci szereplőket, hogy átértékeljék várakozásaikat (ezt hívjuk „*signalling hatásnak*” vagy *jegybanki jelzésnek*). A jegybank tehát a kamatdöntés közvetlen pénzpiaci hatásán felül jelentős változást tud előidézni a pénz- és tőkepiacon (Balogh, 2009). A jegybankok az utóbbi években gyakran bevetnek olyan eszközöket is, amelyekkel közvetlenül a hozamgörbe hosszabb lejáratú szegmenseinek kamatszintjét igyekeznek mérsékelni, ha az operatív cél módosítása már nem érvényesül ezeken a lejáratokon.

A jegybank monetáris stratégiája tehát összességében két fő elemet foglal magában: a központi bank által feltételezett makrogazdasági összefüggést a jegybanki lépések gazdaságra gyakorolt hatásáról (transzmissziós mechanizmus), ami alapján meghatározzák jegybanki stratégiájukat és amennyiben a rendelkezésre álló információ alapján szükségessé válik, az operatív cél változtatását és az erre vonatkozó döntések megfelelő közvetítését a gazdasági alanyok felé.

2. A jegybankok eszköztára és feladatai

A jegybankok vagy **központi bankok** (*central banks*) elsődleges feladata, hogy meghatározzák és megvalósítják a monetáris politikát, illetve az integrált modellek esetében – mint amilyen a Magyar Nemzeti Bank is – hozzájuk tartozik a pénzügyi piacok felügyelete, a szanálás és a felvigyázás (Vértesy, 2019).

Az operatív cél elérése és a szélesebb értelemben vett monetáris politikai célok megvalósítása érdekében számos eszközt bevetnek a jegybankok. A bankrendszer biztonságos működését biztosítandó a hitelintézetek forrásainak egy adott körére **kötelező tartalékszabályt** írnak elő, amely tartalékot a hitelintézeteknek a jegybanknál vezetett elszámolási számláikon kell adott időpontban vagy időszakban fenntartaniuk. **Napi rendelkezésre állás** keretében a legtöbb jegybank overnight (egynapos) futamidőre hitel és betéti lehetőséget biztosít hitelintézeti partnerei számára. **Finomhangoló műveletekkel** a hitelintézetek rövid távon jelentkező likviditási feszültségeit, vagy a gazdaságot érő likviditási sokkokat kezelik, **strukturális műveletekkel** a hosszabb távon jelentkező likviditási nehézségeket igyekeznek áthidalni. Ezek az eszközök többségében azt a célt szolgálják, hogy a pénzpiaci kamatok a jegybank operatív célja által kijelölt mérték közelében stabilizálódjanak és a hitelintézetek szűkös vagy éppen fölös likviditása ne okozzon turbulenciát a pénzügyi piacokon, illetve a hazai valuta árfolyamalakulásában és általában ne veszélyeztessék a pénzügyi stabilitást.

A monetáris politika végrehajtását elősegítő eszközöket korábban főként aszerint osztályozták, hogy a jegybank a hitelintézetek működését kötelező erejű szabályokkal vagy közvetlen pénzpiaci (esetleg tőkepiaci) beavatkozással befolyásolja. *Direkt eszközök* közé soroljuk a kamatszintet vagy a bankok hitelezési aktivitását közvetlenül korlátozó jegybanki intézkedéseket (kamatplafonok, -küszöbök meghatározása, hitelkontingensek bevezetése stb.). Ilyen volt többek között az Egyesült Államokban 1933-ban bevezetett Q-szabály, amely megtiltotta, hogy a bankok kamatot fizessenek a látra szóló betétek után. *Indirekt eszközöknek* tekintjük a pénzügyi piacok kellő hatékonysága esetében alkalmazható műveleteket, amelyek a piaci szereplőket közvetetten érintik az általános kamatszint vagy a bankok hitelezési lehetőségének, likviditásának befolyásolása révén (pl. irányadó kamat változtatása, jegybanki hiteltenderek meghirdetése, jegybanki repo műveletek stb.). Az eszköztár más szempontú csoportosítása lehet a *hagyományos és a nem-hagyományos eszközök megkülönböztetése*. A globális pénzügyi válság nagy lendületet adott a jegybankok által hagyományosan alkalmazott eszközök

mellett az ún. nemkonvencionális eszközök térnyerésének is. *Nemkonvencionális* (vagy nem-hagyományos/nem-szokványos) műveletek keretében a jegybank vagy a korábbi működése során tapasztalt mértéket meghaladó mértékben vagy új piaci szegmensekben vásárol piaci eszközöket (állampapírokat, jelzálogleveleket, de akár eszközfedezett értékpapírokat is), vagy bővíti a hitelműveleteit (korlátlan allokáció, meghosszabbított lejáratok, az elfogadható fedezetek körének kiterjesztése révén), sőt esetenként az üzleti partnerei sorába tartozó intézmények körét is. Ezekre a műveletekre többnyire akkor kerül sor, ha a jegybank az irányadó kamat változtatásával (annak nulla körüli mértékéből adódóan, angolul: zero lower bound /ZLB/) vagy effective lower bound (ELB)) már nem képes a pénzügyi piacokra, és azokon keresztül a realgazdaságra hatást gyakorolni.

2.1. Hagományos eszköztár

A **hagyományos monetáris politika eszközeit** azok irányultsága, végrehajtásának módja és gyakorisága alapján a következő fő kategóriákba soroljuk:

- tartalékkötelezettség előírása
- rendelkezésre állás
- nyílt piaci műveletek

1. A *tartalékolási kötelezettségét* a jegybank írja elő a hitelintézetek meghatározott forrásai (általában a betétállomány) tekintetében a tartalékráta által meghatározott százalékos mértékben. A hitelintézetek ilyen módon képzett tartalékaikat a jegybanknál vezetett elszámolási számlájukon helyezik el. (Egyes országokban a tartalékmegfelelést a bankok készpénzállományuk révén is teljesíthetik, pl. ilyen rendszer működik az Egyesült Államokban). A kötelező tartalékráta módosítása ma már kevésbé jellemző a vezető jegybankok gyakorlatában, ha egyáltalán eszköztáruk részét képezi a tartalékelőírás, a tartalékrátát jellemzően stabilan tartják.

A *kötelező tartalék* a monetáris politika beépített automatikus stabilizátorának is tekinthető, legfőbb célja a hitellel teremthető bankszámlapénz mennyiségének szabályozása és a rövid lejáratú kamatok stabilitásának biztosítása. Emellett egy átlagolási mechanizmus biztosításán keresztül segíti a hitelintézetek likviditáskezelését, és hozzájárul a bankközi hozamok ingadozásának mérsékléséhez, valamint szerepet játszik a jegybankpénz iránti stabil kereslet biztosításában is (Vértesy, 2019.) A kötelező tartalékot eredendően azért alkalmazták a jegybankok, hogy biztosítsák a kereskedelmi bankok egyedi likviditását a betétesek rohamaival szemben. A tartalékráta magasan tartásának lehet az az oka, hogy a jegybank kifejezetten likviditási hiányt

igyekszik előidézni a bankrendszerben és ezért a tartalékrátát úgy határozza meg, hogy az a bankoktól napi elszámolásforgalmukat meghaladó szintű számlaegyenleg fenntartását követelje meg. A kötelező tartalék növelését általában monetáris szigorításként értékelik, bár attól eltérő alkalmazkodást is kiválthat, hiszen a hitelkamatlábak növekedésén kívül a betéti kamatlábak csökkenését is előidézheti, és nem a teljes gazdaságot érinti, hanem elsősorban a tartalékköteles intézetek által alkalmazott kamatokmértékeket. Ráadásul a tartalékráta emelése szemben a kamatemeléssel nem vonzza a külföldi tőkét, így az árfolyamra gyakorolt hatás sokkal kevésbé jelentős. Ha kifejezetten a külföldi tőke beáramlását akarják korlátozni, érdemes külföldiek számláira külön tartalékot kivetni, de ez csak akkor hatásos eszköz, ha a tőkebeáramlás elsősorban a bankrendszeren keresztül valósul meg. (Gray, 2011) A nemzetközi gyakorlatban van rá példa, hogy lejáratukban és denominációjukban eltérő banki forrásokra eltérő tartalékolási kötelezettséget írnak elő a jegybankok (pl. az NBR, a román jegybank).

A jegybank a kötelező tartalékráta alapjának és mértékének megállapításán felül meghatározza a tartalékolási időszakot (jellemzően egy hónap) és a tartalékmegfelelés ellenőrzésének gyakoriságát. Európában (az euroövezet és az Európai Unió országaiban is) leggyakrabban csak havi átlagállományuk tekintetében kell a bankoknak megfelelnie a kötelező tartalékszabálynak, azaz a hónapon belül egy-egy napra alulteljesíthetik azt, amennyiben egyes napokon ezt ellensúlyozva többlettartalékot képeznek. Az átlagolási mechanizmus segíti az átmeneti likviditási sokkok elleni felkészülést és többnyire azzal jár együtt, hogy a bankok a tartaléktartási időszak végére igyekeznek kicsinosítani mérlegeiket, így az utolsó napon általában megemelkednek a bankközi hozamok.

A kötelező tartalék után sok jegybank nem fizet kamatot vagy alacsonyabb kamatot fizet, mint amilyen mértékű kamattal meghirdeti hitelműveleteit a kereskedelmi bankok számára, így lehet a jegybank jövedelmének egyik forrása is, ami tekinthető a bankokra kivetett adónak. (Nemteljesítése esetén büntetőkamatot is szedhetnek, mint pl. az EKB és az MNB). A válságot követő időszakban a likviditáshiány enyhítése érdekében néhány nagyobb jegybank azonban áttért arra a megoldásra, hogy nemcsak a kötelező tartalék után, hanem még az afelett képzett ún. szabad tartalék után is kamatot fizet (pl. USA, Egyesült Királyság). Az euroövezetben és Magyarországon a kötelező tartalék után az irányadó kamatot fizeti ki a jegybank.

2. *A rendelkezésre állás* a kereskedelmi bankok kezdeményezésére alkalmazott műveletek összessége, melyeket a központi bank partnerei bár-

mely pillanatban tetszés szerint használhatnak a jegybank által meghatározott üzletkötési időszakban, de leginkább a nap végén. Jelenleg a legtöbb jegybank gyakorlatában az *egynapos (overnight) hitel (aktív oldali) és betéti (passzív oldali) rendelkezésre állás* a leggyakoribb formája, mely mennyiségi korlátozás nélkül elérhető a hitelintézetek számára. Egynapos hitelt általában értékpapír fedezet ellenében nyújt a jegybank, az egynapos betétnek pedig általában nincsen feltétele, esetenként korlátozhatják a jegybankok az az elhelyezhető betétek volumenét. A művelet végrehajtásához a jegybank meghatározza az elfogadható értékpapírok körét, a kamatlábat és az igénybevétel egyéb szabályait. Az egynapos eszközök igénybevétele a bankrendszer likviditásának ingadozásából következik, amit ún. autonóm tényezők, mindenekelőtt a költségvetési ki- és befizetések és a készpénzigény változása határoz meg.

Az overnight műveletek kamata az alapkamat körül kamatfolyosót képez (a betéti kamat a bankközi kamat minimuma, a hitelkamat pedig a maximuma, az alapkamattól mindkettő megadott bázisponttal tér el). A kamatfolyosó lehet szimmetrikus (a betéti és a hitellehetőség kamata azonos mértékben tér el az alapkamat szintjétől negatív ill. pozitív irányban), de a bankrendszer igényéhez igazodva lehet aszimmetrikus is, egyik irányban magasabb vagy zéró kamatrés alkalmazásával. Bár a betéti lehetőség nem feltétlenül szükséges a pénzügyi stabilitás fenntartásához, az aktív és passzív oldali művelet együttes alkalmazása segíti a leghatékonyabban a bankközi kamatok volatilitásának csökkentését, hiszen megadja az egynapos bankközi hitelnnyújtás kamatlábainak plafonját és a bankközi betételhelyezés kamatlábainak küszöbértékét.

3. *A nyílt piaci műveleteket* jegybanki kezdeményezésre használják, a monetáris politika operatív céljának elérése érdekében. Általában *diszkrecionális műveletek*, azaz a jegybank nem rendszeresen, hanem csak adott feltételek bekövetkezése (pl. valamilyen piaci turbulencia) esetén alkalmazza azokat. A jegybankok kezdetben jellemzően kereskedelmi bankok által elfogadott váltók rediszkontálása formájában, később a hitelek refinanszírozásával juttatták a bankokat jegybanki likviditáshoz.

Ma számos jegybanki eszközt nyílt piaci műveletnek tekinthetünk: a *fedezett hitelnnyújtást* vagy *repoügyleteket* (visszavásárlási megállapodást), a *végleges /outright/ értékpapír-vásárlást és -eladást*, a jegybanki kibocsátású hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok értékesítését. (A fedezett hitelt és a repot az EKB összefoglalóan *penziós műveletnek* nevezi.) *A repoügyletek esetén aktív repóról beszélünk, ha a jegybank az ügylet induló lábán értékpapírt vásárol, így likviditáshoz juttatja a bankrendszert (likviditásbővítő művelet)*

és passzív repónak, amennyiben a jegybank értékpapírt ad el (likviditásszűkítő művelet). Mindkét esetben az ügylet lezárása során az induló ügylettel ellentétes műveletre kerül sor (aktív repo esetében tehát az értékpapír jegybanki eladására). A fedezett hitelnyújtásra és a repoügyletekre vonatkozóan a jegybank meghatározza azon értékpapírokat, amelyeket elfogad fedezetként megfelelő *haircut* (az értékpapír árából a becsült piaci kockázatnak megfelelő levonás) alkalmazásával. *Sterilizációs műveletnek* nevezzük a jegybanki betéti konstrukciókat és a jegybanki kibocsátású értékpapírok értékesítését, mert azok likviditást vonnak el a bankrendszerből. (Az ilyen műveleteknek rögzített árfolyamrendszerben van különösen nagy jelentősége, ha a tőkebeáramlás miatt a kívánatos mértéknél jobban felértékelődik a hazai valuta és a jegybank a hazai valuta eladásával leértékelést hajt végre, de végül az így felszabaduló fölös likviditást igyekszik kivonni a bankrendszerből. Ez az ún. *sterilizált intervenció*.)

A nyílt piaci műveletek irányulhatnak a kereskedelmi bankok likviditásának bővítésére és szűkítésére is a bankrendszer likviditási szükségleteinek és a jegybank monetáris politikai (expanzív vagy restriktív) irányultságának megfelelően. Az egyes eszközök lejárata nagy változatosságot mutat nemzetközi szinten. A gyakoriságot úgy kell meghatározni, hogy a nyíltpiaci műveletek segítségével a jegybank megfelelő ellenőrzést tudjon gyakorolni operatív célkitűzése felett. A jegybank tendereztetési eljárás vagy kétoldalú megállapodás keretében hajtja végre ezeket a műveleteket, meghatározza a tender (eljárás) szabályait, gyakoriságát, a jogosultak/partnerek körét és az elfogadható értékpapírok listáját.

A rendelkezésre állás igénybevétele és az átlagoló tartalékszabály szorosan összefügg: *elvileg akkor kerül sor overnight betét elhelyezésére vagy hitel felvételére a tartalékidőszak végén, ha a tartalékkínálat aggregált többletet vagy hiányt mutat a kereslethez képest a bankközi piacon* (legalább is amennyiben a bankközi piac jól működik és magasak a tartalékkövetelmények). *Ezt a különbséget aggregált igénybevételnek* nevezzük. Mértéke a jegybank mérlegének egyéb tételeitől függ és így tulajdonképpen a központi bank mérlegének maradványa. Előfordul, hogy a bankközi piac nem működik tökéletesen (pl. tranzakciós költségekből, a fizetési rendszer hibáiból fakadóan), a rendelkezésre állás így adódó banki kihasználását egyéni igénybevételnek nevezzük. Ezzel egyidejűleg a nyílt piaci műveleteknek kell biztosítania, hogy a rendelkezésre állás kihasználására ne kerüljön sor rendszeresen, és így ne alakuljon ki függőség strukturális likviditási okokból kifolyólag. Ezt szolgálják a likviditás finomhangolására meghirdetett jegybanki műveletek (pl. gyorstenderek formájában elérhető betéti és hitelműveletek).

A jegybank sematikus mérlege

Eszközök	Források
Devizatartalék	Kézpénz
Értékpapírbefektetések	Az államháztartás (kincstár) pénzforgalmi számlája
O/N hitel	Kötelező tartalék
Egyéb jegybanki hitelek	Szabad tartalékok
Likviditási műveletek válsághelyzetben	O/N betét
	Likviditásmegkötő műveletek
Egyéb eszközök	Egyéb források
	Saját tőke és jegybanki tartalékok
Mérlegen kívüli jegybanki eszközök	
	Devizaswapok
	Kamatswapok
	Értékpapírcsere

Forrás: Balogh (2009) alapján saját szerkesztés

2.2. Nemkonvencionális jegybanki intézkedések

A jegybankok hagyományos eszköztára számos új elemmel bővült a 2007-ben kirobbanó, az Egyesült Államokból az egész világra kiterjedő globális pénzügyi válság hatására. A világ vezető jegybankjai fokozatosan nulla közelébe csökkentett irányadó kamatszintje az elméletből jól ismert likviditási csapda jelenségét idézte elő. A recesszióból való kilábalást a válság legkritikusabb éveit, valamint az európai szuverén adósságválságot (2010-2012) követően is nemkonvencionális eszközökkel támogatták.

Nemkonvencionális eszközök alkalmazására általában valamilyen pénzügyi piaci sűrlődés, kudarc, zavar vagy korlát esetén kerül sor, ilyenkor a jegybank olyan műveletekbe bocsátkozik, melyek megváltoztatják mérlegének nagyságát és/vagy összetételét, mivel ezek az adott helyzetben hatásosabbak lehetnek a jegybanki célok elérésében, mint a hagyományos kamatpolitika és jegybanki eszközök (Krekó et al., 2012). Alkalmazásuk mindenekelőtt akkor indokolt, (1) ha a nulla közelébe csökkent pénzügyi kamatszint miatt további kamatvágással a jegybank már nem képes ösztönözni a hitelkínálatot és a pénzügyi eszközök forgalmát, (2) ha egy adott piacon bekövetkező likviditási vagy árazási zavar miatt indokoltá válik a jegybanki beavatkozás a transz-

misszió helyreállítása érdekében (Krekó et al., 2012), (3) *a bankok mérleg-leépítése miatt zsugorodó hitelállomány ellensúlyozása érdekében célzott hitelösztönző eszközökre van szükség* (Komlóssy et al., 2014). Az első esetben jelentősebb szerepet kapott a pénzügyi közvetítőrendszernek célzottan nyújtott likviditás és a magángazdasági szereplők kötelezettségét megtestesítő eszközök vásárlása, a második esetében pedig a forward guidance és a kötvényvásárlás. (IMF, 2013) A harmadik esetben a válság hatására visszaeső hitelezés utólagos korrekciójaként hirdettek meg a jegybankok kedvezményes refinanszírozási hiteleket vagy (kamat és deviza) swapügyleteket meghatározott hitelpiaci szegmensek élénkítése céljából.

A Fed és a Bank of England (BoE) a válság során (a japán jegybank már a válságot megelőzően is) igen találékonynak bizonyult eszköztára bővítése tekintetében, míg az EKB kezdetben viszonylag konzervatívabb magatartást mutatott. A hitelkínálat és a pénzügyi piacok élénkítése érdekében a Fed és a Bank of England nemcsak új eszközöket vezetett be (pl. különböző *eszközvásárlási programok*), de még partnerkörük és a hiteltenderek során elfogadott fedezetek, valamint a hitelek lejáratának kibővítésére is sor került az esetükben. Az Európai Központi Bank főként a fix kamatozású tenderekkel és a hosszabb lejáratokkal, valamint korlátlan likviditásnyújtással (azaz a teljes keresletet kiszolgáló, ún. „*full allotment*” hiteltenderekkel) igyekezett élénkíteni a gazdaságot (valamint bővítette a fedezetek körét is). A legtöbb jegybank a kereskedelmi bankok devizaszükségletének fedezése érdekében (és a devizapiaci zavarokból fakadóan) aktív szerepet töltött be az FX-swap piac működésében, főként deviza likviditást nyújtó, de gyakran kétoldali (likviditásbővítő és -szűkítő) műveletek révén is. Egyre elterjedtebbé vált a negatív kamatmértékek alkalmazása (lásd pl.: BoJ). Továbbá azon kis nyitott gazdaságok, melyek számára az árfolyam kulcsfontosságú a monetáris politika árstabilitás célja szempontjából, aktívan éltek az intervenció. Végül említést érdemel a svájci jegybank (SNB), amely a svájci frank menedék valuta szerepének következtében 2011 és 2015 között kénytelen volt az árfolyamnak felső korlátot szabni a túlzott felértékelődés elkerülése érdekében.

A nemkonvencionális eszközöknek számos olyan kockázata van, ami miatt alkalmazásukat – különösen feltörekvő országok esetében – csak korlátozottan javasolják. A jegybank erőteljes beavatkozása az országgockázat és így a kamatfelárak növekedéséhez vezethet, ami hirtelen és tömeges tőkekimenekítést vonhat maga után. A hitelkönnyítést célzó eszközök költségei (kedvezőbb kamatozás, kapcsolódó állami garancia, esetleges bankcsődök stb.) előbb-utóbb a költségvetést terhelik, ezért mérlegelni kell, hogy a beavatkozás gazdaságpolitikai hasznai meghaladják-e a kedvezményes hitel költségeit

(Krekó et al., 2012). A nem-szokványos eszközök ezért mindenképpen hiteles gazdaságpolitika esetén lehetnek csak eredményesek, ezért mindenekelőtt fejlett gazdaságok jegybankjai esetében javasolják használatukat és a siker biztosítása érdekében a közvélemény megfelelő jegybanki tájékoztatása szükséges a nem megszokott műveletek céljairól, várt hatásáról.

A nemkonvencionális jegybanki intézkedéseket öt csoportba sorolhatjuk (Krekó et al., 2012; IMF, 2013):

1, A kereskedelmi bankoknak likviditást nyújtó eszközök – más szóval *likviditáskönnyítő eszközök* – esetében a jegybankok új refinanszírozási hitelkonstrukciók bevezetésével, valamint a meglévők módosításával (fedezeti kör, lejárat bővítése, fedezetként elfogadható eszközök cseréje, fix kamatozás, korlátlan mennyiségben elérhető hiteltenderek segítségével stb.) és egyéb likviditásbővítő intézkedésekkel (tartálékszabály módosítása, kamatcsatorna módosítása, devizalikviditás nyújtása) támogatják a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységét. Ez a megoldás terjedt el a legszélesebb körben, de az európai gazdaságok főként csak erre támaszkodtak (lásd: EKB) a válság idején.

2, A *közvetlen hitelpiaci beavatkozások* esetében a jegybankok közvetlenül vásárolnak vállalati és eszközfedezetű értékpapírokat (pl. jelzálogleveleket), csomagolt pénzügyi termékeket, vagy közvetlenül a pénzügyi vállalkozásokat (a pénzügyi piacok befektetőit, lásd: Fed TALF-programja) hitelezik. Ebben az esetben nem a bankok nemfizetési kockázata fenyegeti a jegybankot, hanem közvetlen a magánszektor kockázatát vállalja magára a magánszektor hitelkondícióinak javítása érdekében, amit csak a komoly reputációt kivívó, hiteles jegybankok tehetnek meg. Ennek a hitelpolitikai megközelítésnek azokban a gazdaságokban nagyobb a jóléti hatása, ahol a vállalatok finanszírozásában jelentősebb szerep jut a tőkepiacnak (mint amilyen az Egyesült Államok vagy Japán). A válság során forrásszerzési korlátokkal küzdő kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységét így részben a jegybank pótolta hitelviszonyt megtestesítő kockázatos értékpapírok vásárlása vagy a magánszektor közvetlen hitelezése révén.

3, Az *állampapír-vásárlás* főként a hosszú távú kamatokra vonatkozó várakozások csillapítását célozza, egyben a kockázatosabb befektetések felé tereli a piaci szereplőket. Ebben az esetben nem a magánszektor, hanem a szuverén adós kockázatát vállalja át a jegybank. Az állampapír-vásárlásnak korlátot szab, hogy felmerül a *monetáris finanszírozás* veszélye, azaz, hogy a jegybank közvetlen az állam adósságterhét vállalja át, ami a legtöbb jegybank esetében tilalom alá esik (lásd: Maastrichti Szerződés 123. cikkelye).

Az EKB korábbi SMP (értékpapírpiazi) és 2015-ben indított PSPP (közszektor adósság megtestesítő értékpapírjainak másodlagos piacon történő megvásárlására irányuló) *eszközvásárlási programja*, valamint a Sveriges Riksbank ugyancsak 2015-ben indított *QE (mennyiségi könnyítés)* programja esetében a hosszú távú hozamvárakozások csillapítása és az elhúzódó alacsony inflációból fakadó kockázatok tették indokolttá az állampapír-vásárlást.

4, A *banki hitelezés célzott támogatása* esetén a jegybank a bankszektor hitelezési tevékenységét ösztönzi meghatározott piaci szegmensekben. Az ilyen jellegű jegybanki beavatkozásra mindenekelőtt a válságot követő hitelintézeti mérlegleépítés ellensúlyozása érdekében került sor az elmúlt években (Komlóssy et al., 2014). Az adósságleépítésre való törekvés az alacsony kamatok ellenére sem tette lehetővé a hitelezés fellendülését, a jegybanki hitelösztönző eszközöknek így nagy szerepük volt abban, hogy a banki hitelportfólió csökkenését megfékezzék. Célzott hitelösztönzést alkalmazott többek között a Bank of England, a Bank of Japan és a Magyar Nemzeti Bank is a válság legkritikusabb éveit követően. A Bank of England, mely kiemelkedett innovatív megoldásai tekintetében 2012-ben, a szuverén adósságválság súlyosbodásával bevezette a Funding for Lending (FLS) programját, melynek keretében a magángazdaság, azon belül elsősorban a KKV-k hitelállományának bővülését kívánta elérni a bankok forrásköltségének csökkentésén keresztül. A Bank of England a több fázisban meghirdetett programja révén hozzájárult a banki forrásköltségek csökkentéséhez, a hitelkondíciók javulásához, és ezen keresztül a vállalati hitelezés stabilizálásához. Ez a program volt az egyik ösztönzője a Magyar Nemzeti Bank által bevezetett Növekedési Hitelprogramnak.

5, A *zéró vagy ahhoz közeli kamatszinteken az előretekintő iránymutatás (forward guidance)* eszközét is alkalmazták a jegybankok. A forward guidance segítségével ugyanis a jegybankok közvetlenül is megpróbálják befolyásolni a hosszú lejáratú hozamokat azáltal, hogy igyekeznek meggyőzni a piacokat arról, hogy a normál monetáris politikai időtávon túl is elköteleződnek az alacsony alapkamat mellett. 2012-től a Fed például a munkanélküliségi ráta mértékétől és az inflációs előrejelzéstől tette függővé az alacsony alapkamatok fenntartását, de hasonlóan a japán és az angol jegybank, majd később az EKB is csillapította a piaci várakozásokat az alapkamatra vonatkozó iránymutatása révén. (Engen et al., 2015)

Az eszközvásárlási programokat szokás **mennyiségi enyhítésnek** is nevezni, amennyiben azok nem kifejezetten egy piaci szegmensre, hanem kifejezetten a jegybank mérlegének növelésével általában a pénzügyi piacok élénkítésére

irányulnak. A globális válság kezdetén ilyen mennyiségi könnyítést alkalmazott a Fed, a Bank of England, és azt megelőzően (2001 és 2006 között) a Bank of Japan. Az EKB 2015 januárjában hirdette meg először QE (quantitative easing=mennyiségi enyhítésként) néven eszközvásárlási programját, amikor fedezett kötvény- és eszközfedezett értékpapír-vásárlási csomagját kiegészítette a szuverén értékpapírokkal. *Míg a jegybank mérlegének bővítésére irányuló programokat mennyiségi enyhítésnek, annak összetételét befolyásoló intézkedéseket, a hozamgörbe adott szegmensére irányuló beavatkozásokat gyakran minőségi könnyítésként aposztrofálják* (Krekó et al., 2012; Kuroda, 2018).

A Fed 2013-ban, az EKB 2018-ban fejezte be eszközvásárlási programját. A többszörösére felduzzadt jegybanki mérlegek jelentős kockázatot hordoznak a magángazdaság és a magas adósságállománnyal küzdő szuverén adósok által kibocsátott értékpapírok megvásárlásának következtében. Továbbra is kérdés, hogy a nagy jegybankok sikeresen valósítják-e meg exit stratégiájukat a nagy eszközvásárlási programokat követő mérlegleépítés során.

2.3. Főbb feladatok és intézményi jellemzők

A monetáris politika vitelén felül a jegybankoknak számos egyéb feladata van, amellyel segítik a hazai és a nemzetközi pénzügyi piacok működését:

- a bankrendszer felügyelete
- a bankjegyek és érmék kibocsátása
- a „bankok bankja”-ként nyújtott szolgáltatások
- az „állam bankja”-ként nyújtott szolgáltatások
- közreműködés a kormányzati hitelfelvételben
- fizetési és elszámolási rendszerek felvigyázása
- a nemzetközi tartalékok kezelése
- „lender of last resort” – végső hitelnyújtó
- kapcsolattartás nemzetközi szervezetekkel
- statisztikai adatok gyűjtése, közzététele

A bankrendszer felügyelete: A legtöbb országban a jegybanktól különállóan működő intézmény látja el a bankok felügyeletét. Még az ilyen intézményi elhatárolás esetén is számos felügyeleti tevékenység marad a nemzeti bankok hatáskörében. Jelentési kötelezettséget írnak elő a kereskedelmi bankok számára, az adatgyűjtésből nyert információ feldolgozása és értékelése a jegybank munkatársainak feladata. Részt vesznek makroprudenciális (a pénzügyi közvetítőrendszer a gazdaság egészét veszélyeztető zavarainak, a *rendszerkockázatnak* mérséklésére irányuló) szabályok kialakításában és a pénzügyi

intézmények és piacok pénzügyi stabilitás szempontjából történő értékelésében. Számos esetben a kormányzat mellett a jegybank szervezi meg a hitelintézetek feltőkésítését, az intézményrendszer fontos szereplőit (a „*too big to fail*” elv alapján) mentik ki csőd közeli helyzetből („*bail-out*”). (A globális pénzügyi válság során így került sor többek között a Northern Rock kimentésére a Bank of England részéről 2007-ben.)

Bankjegyek és érmék kibocsátása: A legtöbb országban a bankjegyek kibocsátása a jegybank feladata. Az érmék előállítására már jóval eltérőbb képet mutat. Az Egyesült Államokban a Fed felel a bankjegyek forgalomba hozataláért, de az USA Kincstárán belül a bankjegyek előállításáért felelős szerv (US Bureau of Engraving and Printing) bocsátja ki a papírpénzt az ún. US Mint az érméket, forgalomba azonban a Fed tartalékbankjain keresztül kerülnek. Míg a bankjegyek kibocsátását a Fed szabályozza, az érmékét a US Mint, az előbbi a Fed mérlegének forrásoldali, az utóbbi eszkozoldali tétele. Az euroövezetben a bankjegyek és érmék kibocsátása a nemzeti központi bankok (NKB-k) szintjén történik, az érmék kibocsátói jogilag az euroövezet tagországai (nem szerepel a központi bankok mérlegében), az EKB a készpénz-szolgáltatásokat felügyeli, mint általában az NKB-k működését.

A készpénz általában jegybanki passzíva, amely nem kamatozik, míg a mérlegben eszkozoldalón vele szemben álló tételek (értékpapírok, hitelek) kamatozó instrumentumok, így **a készpénz kibocsátásából a jegybankoknak jövedelme származik, amit seigniorage-nak nevezünk.**

A jegybank mint a „bankok bankja”: A jegybank vezeti a hitelintézetek elszámolási számláit függetlenül attól, hogy előír-e tartalékkötelezettséget a számukra. A hitelintézetek (legalábbis egy részének, általában a tartalékköteles pénzügyi intézmények) egymás közötti átutalásai, csekk elszámolásai, valamint a kormányzattal szembeni tranzakciói ezeken az elszámolási számlákon keresztül bonyolódnak.

A jegybank mint az „állam bankja”: A legtöbb országban a jegybank vezeti a kormányzat (kincstár) pénzforgalmi számláját, így az adóbefizetések ezen a számlán kerülnek jóváírásra (ezzel egyidejűleg a jegybank megterheli a befizető hitelintézet számláját) és a kormányzati vásárlások és adóvisszatérítések esetén erről a számláról áramlik ki a pénz a gazdaságba (a hitelintézetek jegybanki számláin keresztül).

Közreműködés a kormányzati hitelfelvételben: Eredendően a jegybankok – elsők között az 1694-ben létrejött Bank of England – azért szerveződtek, hogy közvetlenül hitelezzék az államot, ma már a jegybankok nagy része az

ún. *monetáris finanszírozás tilalma* alá esik, azaz közvetlenül nem hitelezhetik a kormányzatot. A másodlagos piacon (a már kibocsátott értékpapírok piacán) azonban a jegybankok vásárolhatnak állampapírokat és az Egyesült Államokban máig nem egy erre felhatalmazott független államadósság-kezelő ügynökség, hanem maga a Fed bocsátja ki az állampapírokat elsődleges kereskedők számára a kormányzat nevében.

Fizetési és elszámolási rendszerek felvigyázása: A gazdaság pénzügyi tranzakcióinak zökkenőmentes végrehajtása, a pénz különböző formái közötti átválthatóság biztosítása érdekében a jegybankok legalább egy, a hitelintézetek számára hozzáférést biztosító fizetési rendszer működését támogatják egy adott gazdaságban. Az elszámolásokat végző intézmény rendszerint maga a jegybank, de számos országban párhuzamos fizetési és elszámolási rendszerek működnek (egy részüket a magángazdaság szereplői működtetik, pl. erre szakosodott klíringbankok), különösen a bankrendszerek globalizálódásával válik egyre gyakoribbá, hogy a nemzetközi ügyletek esetén nem a saját nemzeti bankhálózatukat kiszolgáló jegybankok végzik a nemzetközi kifizetéseket. Nem beszélve arról, hogy egyes jegybankoknál a *tartalékköteles (monetáris) hitelintézetekre* korlátozódik a jegybanknál számlát vezető pénzügyi intézmények köre (partnerkör), némelyik jegybank kibővíti szolgáltatásait a nem monetáris hitelintézetekre (pl. pénzügyi vállalkozások is). A jegybankok részben tehát meghatározzák a saját fizetési és elszámolási rendszerük működését és ellenőrzést gyakorolnak más ilyen, a gazdaságban működő rendszerek felett. Az euroövezetben többek között a *TARGET2 valós idejű, bruttó fizetési rendszert* használják, amelyet központi, mind a kereskedelmi bankok alkalmaznak az euro alapú, uniós bankok között a pénzforrások átutalására. Az USA-ban a *Fed által működtetett FEDWIRE (a Fed valós idejű, bruttó elektronikus átutalási rendszere)* és a *magángazdaság által megszervezett CHIPS (bankközi elektronikus elszámolási rendszer)* szolgálja ki a pénzügyi intézmények fizetési forgalmát.

A nemzetközi tartalékok kezelése: Minden ország rendelkezik külföldi devizakövetelésekből és aranyból álló tartalékállománnyal, amely részbeni fedezetet nyújt a gazdaság devizaműveletei céljára. Ezt a nemzetközi tartalékot többségében a jegybank kezeli, eldönti, hogy mely devizákban milyen arányban és mennyire kockázatos eszközökbe fektessen. Különösen a rögzített árfolyamrendszert fenntartó országoknak van szüksége magas devizatartalékokra a jegybanki intervenció céljára (a hazai valuta leértékelése esetén ugyan a jegybank devizát vásárol, ellenkező esetben azonban devizát ad el). Kis nyitott gazdaságoknak különösen fontos a **tartalékmegfelelése** a külföldi hitelminősítők értékelése és nemzetközi szervezetektől történő hitelfelvételi feltételeknek való megfelelés szempontjából. A *tartalékmegfelelési*

mutatók az export és import, a pénzágregátumok és a külső adósságállomány megadott mértékéhez viszonyítják a nemzetközi tartalékok állományát. A leghatározottabb ezek közül az ún. **Guidotti-Greenspan szabály**, amely szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell az ország egy éven belül lejáró külföldi adósságát.

A jegybank „lender of last resort” – végső hitelnyújtó szerepe: A jegybankok végső hitelnyújtó vagy „végső mentővár” szerepe azt jelenti, hogy a forráshiánnyal küzdő hitelintézetek számára időközönként hitelt nyújt, amennyiben azok a piacon nem találhatnak megfelelő hitelezőre. Ezen felül folyamatosan rendelkezésre állnak a bankok átmeneti likviditáshiányának fedezése céljából.

Kapcsolattartás nemzetközi szervezetekkel: A központi bankok kapcsolatot tartanak nemzetközi fejlesztési és hitelintézetekkel, mint amilyen az IMF, a Világbank és annak leánybankjai. Különösen fontos a jegybankokat tömörítő BIS (Nemzetközi Fizetések Bankja) a kapcsolattartás szempontjából, részben mivel az nemzetközi hitelintézeteknek és jegybankoknak nyújt pénzügyi szolgáltatásokat, és mindenekelőtt azért, mert Baseli Bizottság nemzetközi szinten határoz meg prudenciális szabályokat a bankok működésére vonatkozóan (tőke megfelelés, kockázatkezelés, likviditási mutatók stb.), amelyek nemzeti jogba ültetésében és betartásának ellenőrzésében a jegybankok is aktív szerepet vállalnak. Európában az EKB (valamint az Európai Bizottság és az Európai Bankhatóság) játszik kulcsszerepet a jegybankok közötti együttműködésben és a jogszabályalkotásban.

Statisztikai adatok gyűjtése, közzététele: A központi bankok feladatai közé tartozik a statisztikai adatok gyűjtése és rendszerezése, ami részben a jegybank és a monetáris hitelintézetek mérlegadataival, az árfolyamokkal, részben pedig nemzetgazdasági statisztikákkal kapcsolatos feladatokat jelent. A nemzeti pénzügyi számlák között kiemelten szerepelnek a fizetési mérleg, az egyes szektorok vagyoni helyzetét és a főbb makrogazdasági folyamatokat (pl. nemzeti jövedelem, infláció) leíró statisztikák. A jegybankok jelentéseket is készítenek többek között az inflációról, a pénzügyi stabilitásról, a fizetési mérlegről és a hitelezés alakulásáról. Az Európai Unióban a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank Alapokmányáról szóló (4.) Jegyzőkönyv külön meghatározza az EKB-val szemben fennálló statisztikai adatszolgáltatási kötelezettséget.

A legtöbb jegybank számára törvény szavatolja a politikától független, önálló működését. A világ egyik legfüggetlenebb jegybankjának ez EKB-t tekintik. Függetlenségét három szempont mentén határozza meg a Maastrichti Szerződés és a KBER alapokmánya:

Intézményi függetlenség: az EKB nem kérhet és nem fogadhat el utasítást semmilyen intézménytől, kormánytól vagy testülettől.

Személyi függetlenség: az EKB Igazgatósági tagjai hosszabb mandátumot kapnak (nyolc év) egy választási ciklusnál, de nem választhatók újra, az NKB-k elnökeit is öt évre választják.

Funkcionális és működési függetlenség: az eurorendszer kizárólagos illetékességgel rendelkezik az euroövezet monetáris politikáját illetően és nem nyújthat közvetlen hitelt az állami szektornak.

Pénzügyi és szervezeti függetlenség: az EKB és a nemzeti központi bankok saját pénzügyi forrásokkal és jövedelemmel rendelkeznek. Belső struktúráját az EKB saját belátása szerint alakíthatja ki.

Jogi függetlenség: Az EKB önálló jogi személy, így függetlensége megvédeése érdekében többek között keresetet nyújthat be az Európai Unió Bíróságánál.

A jegybankok működését aszerint is értékelik, hogy a monetáris célokról és eszközökről a kormánytól függetlenül döntenek-e (*cél- versus eszközfüggetlenség*). A Bank of England például önállóan választja meg monetáris politika eszköztárát, de az inflációs célt a kormány határozza meg.

Szervezeti felépítésükre általában jellemző, hogy döntéshozataluk megoszlik a stratégiai és az operatív döntésekért felelős testületek között. Az euroövezet monetáris stratégiájának kialakításáért és az irányadó kamat meghatározásáért a Kormányzótanács felel, a monetáris politika végrehajtása és az EKB napi ügyeinek vitele az Igazgatóság feladata. (Az EKB vezető testületei mellett működik az EU összes nemzeti központi bankjának elnökeit tömörítő Általános Tanács, amelynek fő feladata az euroövezeti csatlakozás bevezetése előtt álló tagállamok konvergenciafolyamatának nyomon követése és az euro bevezetésével kapcsolatos tanácsadás.) A 12 körzeti tartalékbankból álló Fed esetében az alapkamatról az FOMC (Szövetségi Nyíltpiaci Bizottság) dönt és ez a szerv felel a nyílt piaci műveletek végrehajtásáért, de a refinanszírozási hitel kamatával (*discount window*) és a tartalékkötelezettséggel kapcsolatos döntéseket a Fed vezető testülete, a Kormányzótanács hozza meg és egyben ez a szerv szabályozza a hitelintézetek nagy részének a működését és a fizetési rendszereket. A 12 körzeti tartalékbank működését az élükön álló igazgatótanács felügyeli.

3. A Magyar Nemzeti Bank

3.1. Rövid történeti áttekintés

Az önálló nemzeti bank létrehozásával kapcsolatos követelés már a 1848-as forradalom 12 pontja között megjelent, mégis közel egy évszázad telt el, mire Magyarország önálló monetáris hatóságot tudhatott magáénak. Ebben az időben az 1816-ban megalakult Osztrák Nemzeti Bank felelt a monetáris politika megvalósításáért a Habsburg birodalomban. 1878-ban kezdte meg működését az Osztrák-Magyar Bank, amely az Osztrák-Magyar Monarchia felbomlásáig ellátta a jegybanki feladatokat a dualista államhatalom keretei között. Ezt követően az Magyar Királyi Állami Jegyintézet vette át a központi bank szerepét. A Magyar Nemzeti Bankot végül az első világháborút követő pénzügyi konszolidáció keretében – még 1921-ben Magyar Királyi Állami Jegyintézetként, majd – 1924-ben hozták létre a népszövetségi kölcsön egyik feltételeként (Vértessy, 2007). Nemzeti fizetőeszközünk, a forint bevezetésére a második világháborúban kialakult *hiperinfláció* megfékezése érdekében került sor 1946 augusztusában. Az új fizetőeszköz egy egységéért 400 000 kvadrillió (tíz a huszonnegyediken) pengőt kellett fizetni (ez utóbbi volt a világháború alatt használt fizetőeszköz) az átváltás során. Az árak 1939 és 1946 között megfigyelhető megsokszorozódását a világtörténelemben azóta is példa nélküli inflációként tartják számon.

A nagybankokat 1947-ben államosították, ezzel egyidejűleg a Magyar Nemzeti Bank (MNB) magyar tulajdonú részvényei is állami kézbe kerültek. 1948-tól a takarékpénztárak és a kereskedelmi bankok fiókhálózatának felszámolását követően az MNB kereskedelmi banki feladatokat is ellátott (*egyszintű bankrendszer*). 1987. január 1-jén a *szocialista tervgazdaságból a piacgazdaságba történő átmenet reformtörekvéseinek egyik állomásaként visszaállították a kétszintű bankrendszert*, azaz a jegybank által ellátandó feladatoktól elkülönítették a kereskedelmi banki tevékenységeket. Kezdetben három nagy kereskedelmi bank szervezte meg a magángazdaság hitelezését és vette át az MNB számla- és betétállományát: a Magyar Hitel Bank, az Országos Kereskedelmi és Hitelbank, majd a Budapest Bank, de a privatizációs folyamat eredményeképp hamarosan számos új hitelintézet kezdte meg tevékenységét a már meglévő takarékszövetkezetek és az Országos Takarékpénztár mellett. Az MNB eleinte a Kormány irányítása alatt állt és elsődleges célja, az infláció mérséklése mellett a külső egyensúly javításának elősegítése volt, amelyet direkt eszközeivel (kamatplafonok, hitelkontingensek), majd a kötelező tartalékhálózati rendszer bevezetése révén igyekezett megvalósítani. Irányadó művelete ekkor még az aktív oldali refinanszírozási hitellehetőség

volt. A 90-es évek közepétől a függetlenné vált jegybank (1991-ben fogadta el az Országgyűlés az új jegybanktörvényt, amely az MNB elsődleges feladataként a forint külső és belső védelmét határozta meg) folyamatosan mozgult el a rugalmasabb árfolyamrendszer és az indirekt eszközök alkalmazása irányában. A részbeni *devizaliberalizáció*⁷ (a forint éven túli lejáraton konvertibilis valutává vált) és a privatizációs tőkebeáramlás következtében a forintra felértékelődési nyomás helyeződött, amit a jegybank állandó devizapiaci intervencióval próbált ellensúlyozni. Az így *felszabaduló fölös likviditás sterilizációja céljából az MNB passzív oldali irányadó eszközök alkalmazására tért át. 2001-ben* a jegybank a rögzített árfolyamrendszert új, kiszélesített, ± 15 százalékos ingadozási sáv mellett hirdette meg és a devizagazdálkodásban *megvalósult a teljes konvertibilitás*. A dezinflációs folyamatok erősítése érdekében ezzel egyidejűleg *az MNB bevezette az inflációs célkövetés rendszerét* (IT) (MNB, 2006) és elsődleges céljaként az árstabilitás elérését és fenntartását hirdette meg. 2008 óta az MNB *lebegő árfolyamrendszer* keretében valósítja meg a monetáris politikát és hajtja végre devizaműveleteit.

3.2. Az MNB működése napjainkban

A Magyar Nemzeti Bankkal kapcsolatban az Alaptörvény továbbra is őrzi a kétszintű bankrendszert, a monetáris-fiskális politika elválasztását, és az Országgyűlésnek való felelősséget. A 41. cikk értelmében a Magyar Nemzeti Bank Magyarország központi bankja, amely törvényben meghatározott módon felelős a monetáris politikáért. Elnöke törvényben kapott felhatalmazás alapján, törvényben meghatározott feladatkörében rendeletet ad ki, amely törvénnyel nem lehet ellentétes, és a MNB tevékenységéről évente beszámol az Országgyűlésnek. A részletszabályok tekintetében a *monetáris finanszírozás tilalma* is bekerülhetett volna az Alaptörvény szövegébe, nemcsak az MNB törvénybe. Ennek értelmében az MNB az államnak, helyi önkormányzatnak vagy az államháztartás körébe tartozó más intézménynek, az Európai Unió intézményeinek és szerveinek, a tagállamok központi kormányzatainak, a tagállami regionális, helyi vagy más közigazgatási szerveknek, egyéb közjogi testületeknek, vagy a felsoroltak befolyásoló irányítása alatt működő gazdálkodó szervezet részére nem nyújthat folyószámlahitelt, nem biztosíthat részükre semmi egyéb hitellehetőséget, ezen intézmények értékpapírjait közvetlenül a kibocsátótól nem vásárolhatja meg. Fontos megjegyezni, hogy

⁷ 1931-től Magyarországon kötött devizagazdálkodás volt jellemző az MNB irányítása alatt.

Magyarország Alaptörvényének ötödik módosítását követően az MNB ellátja a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét is, azaz a két intézményt (MNB és PSZAF) összevonták (Vértesy, 2013).

Az MNB működését a 2013. évi CXXXIX. törvény határozza meg (a továbbiakban: jegybanktörvény). A *jegybanktörvény* értelmében a Magyar Nemzeti Bank feladatai a következők:

- meghatározza és megvalósítja a monetáris politikát
- jogosult Magyarország hivatalos pénznemében bankjegy- és érme kibocsátásra
- a magyar gazdaság külső stabilitásának megőrzése érdekében hivatalos deviza- és aranytartálékot képez, és kezeli azt
- devizatartalék kezelésével és az árfolyampolitika végrehajtásával kapcsolatban devizaműveleteket végez
- felvigyázza a fizetési és elszámolási, valamint az értékpapír-elszámolási rendszereket e rendszerek biztonságos és hatékony működése, továbbá a pénzforgalom zavartalan lebonyolítása érdekében, valamint részt vesz ezek kialakításában
- statisztikai információkat gyűjt és hoz nyilvánosságra
- alakítja ki a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására vonatkozó makroprudenciális politikát,
- külön törvényben meghatározott jogkörében szanalási hatóságként jár el
- ellátja pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét
- Pénzügyi Békeltető Testület útján fogyasztóvédelmi feladatokat lát el.

A Magyar Nemzeti Bank 2013 óta tehát nemcsak a monetáris hatóság szerepét tölti be, hanem *pénzügyi közvetítőrendszer felügyeleti és fogyasztóvédelmi szerveként* is fellép. Az MNB-t továbbá az új jegybanktörvény *hármass mandátummal* ruházza fel: (1) az árstabilitás biztosításának elsődlegessége mellett (2) a pénzügyi stabilitás megteremtése és a gazdasági növekedéshez való hozzájárulásának elősegítése, valamint (3) a kormány gazdaságpolitikájának támogatása is a jegybank feladatai között szerepel.

Az MNB tagja a Központi Bankok Európai Rendszerének (KBER) és a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszerének. Az MNB és szerveinek tagjai függetlenek, azaz nem fogadhatnak el utasítást a Kormánytól, az Európai Központi Banktól és az Európai Unió intézményeitől, tagállamaitól sem, de az MNB elnöke beszámolási kötelezettséggel rendelkezik az Országgyűlés fel.

*Az MNB legfőbb döntéshozó szerve a Monetáris Tanács. A Monetáris Tanács dönt az alapkamatról és a monetáris politikai stratégia kialakításáról. A Pénzügyi Stabilitási Tanács figyelemmel kíséri a hazai pénzügyi közvetítőrendszer és a pénzügyi piacok működését és a nemzetközi folyamatokat, megtárgyalja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét érintő stratégiai, szabályozási, kockázati, kérdéseket és szükség esetén állást foglal, valamint intézkedéseket hoz, meghatározza az MNB ellenőrzési tevékenységeinek célterületeit és ajánlásokat fogalmaz meg. Az igazgatóság a Monetáris Tanács által meghatározott monetáris politika és a Pénzügyi Stabilitási Tanács döntéseinek végrehajtásáért felel, valamint felelős az MNB működésének irányításáért.*⁸

3.3. Az MNB cél- és eszközszerrendszere

Az MNB monetáris politikájának elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A Magyar Nemzeti Bank az *inflációs célkövetés rendszerének keretén belül 2005 óta a fogyasztóiár-index 3%-ában határozta meg a 2007-től elérendő középtávú inflációs célt, amelyet 2015 márciusától $\pm 1\%$ -os toleranciasáv vesz körül. Operatív célja, hogy a rövid lejáratú kamatokat az alapkamat közelében tartsa.*

Az MNB eszközeit azon *hazai tartalékköteles hitelintézetek* vehetik igénybe, melyek eleget tesznek bizonyos technikai feltételeknek: rendelkeznek *VIBER*⁹- és *BKR*-tagsággal. Ezeket a hitelintézeteket tekintjük az *MNB partnerkörének*. Mivel a magyar bankrendszert strukturális likviditási többlet jellemzi, a gazdaságba beáramló külföldi tőke likviditásbővítő hatása következtében, a *jegybank irányadó eszköze Magyarországon passzív oldali, azaz likviditáslekötést szolgál.* Az irányadó eszköz formája időszakonként változik, legutóbb 2014 augusztusában váltotta fel a kéthetes MNB által kibocsátott kötvényt a kéthetes betéti konstrukció, 2015 szeptemberétől pedig három hónapra hosszabbodott meg az irányadó eszköz futamideje. A jegybank passzív oldali betét- és értékpapírműveleteit a három hónapos betét korlátozását,

⁸ Az MNB vezető testületeinek működéséhez szorosan kapcsolódnak az MNB által rendszeresen közzétett jelentések. A Monetáris Tanács elsősorban a negyedéves kiadványként megjelenő inflációs jelentés előkészítésében, valamint a Pénzügyi Stabilitási Tanáccsal együtt véleményezett, félévenként megjelenő pénzügyi stabilitási jelentés előkészítésében vesz részt. A Monetáris Tanács továbbá megtárgyalja és elfogadja többek között az MNB Makroprudenciális, Fizetési mérleg, Költségvetési, Fizetési rendszer és Növekedési jelentését is.

⁹ A VIBER (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer) az MNB által 1999 óta működtetett belföldi fizetési rendszer. Bankközi Klíring Rendszer (BKR) a hitelintézetek közötti nagy tömegű, kis egyedi értékű átutalások lebonyolítását végzi el, A GIRO Elszámolásforgalmi Zrt. működteti. (Baka és szerzőtársai, 2012)

majd 2018. év végi kivezetését követően a kötelező tartalék vette át az irányadó eszköz szerepét. (Magyar Nemzeti Bank, 2019) Az irányadó eszköz kamata az alapkamat, amely egyben a monetáris politika operatív célját is számszerűsíti.

A *kötelezőtartalék-rendszer* keretében a jegybank előírja a hitelintézetek számára, hogy forint betétek milyen százalékos mértékének megfelelő egyenleget kell fenntartaniuk elszámolási számlájukon. Magyarországon a kötelező tartalékráta mértéke jelenleg az eurorendszerrel megegyező, egységesen 1% (2016 óta). A tartalékmegfelelést havi átlagolással számítják ki, tehát a hitelintézeteknek nem kell a tartalékszabálynak naponta eleget tenniük, csak egy hónap átlagában. Az átlagolás eredményeképpen kisebb mértékű a kamatvolatilitás a bankközi piacon, mintha a tartalékelőírásnak naponta kellene megfelelniük.

A *rendelkezésre állás* keretében a jegybank egynapos (O/N) fedezett hitellehetőséget és betételhelyezési lehetőséget biztosít az alapkamattól pozitív és negatív irányban megadott bázisponttal eltérő kamatláb mellett, melyek kamatfolyosót képeznek a bankközi piac számára. A bankközi piacon jellemzően az alapkamat és az O/N hitelkamat közti hozam mellett nyújtanak a bankok hitelt egymásnak, az O/N betéti lehetőség kamata és az alapkamat közti hozam mellett fogadnak el betétet egymástól egynapos futamidőre. Az MNB jelenleg aszimmetrikus kamatfolyosót tart fenn: az O/N hitelkamat megegyezik az alapkamattal, a betéti kamat pedig negatív tartományban van.

A pénzügyi kamatok alapkamat közelében tartása érdekében az MNB fedezett hiteltendereket, esetenként gyorsrendereket hirdethet meg.

3.4. Az MNB nem-hagyományos műveletei

A 2007-2008-as globális pénzügyi válság és az azt követő európai szuverén adósságválság a Magyar Nemzeti Bankot is monetáris eszköztárának radikális átalakítására, nem-hagyományos műveletek bevezetésére készítette. 2008 végén az MNB egynapos devizalikviditást nyújtó FX-swapok meghirdetésével oldotta a swappiaci feszültségeket, majd hosszabb lejáratokon (egy-két hét, három hónap) is meghirdetett svájci frank és eurolikviditást nyújtó FX-swapokat. A hitelezés túlzott visszaesését megakadályozandó – mivel fejlett tőkepiac és értékpapírosítás hiányában más módon a kamatfelárakra a jegybank nem tudott hatni –, a bankok hitelezési tevékenységének ösztönzése érdekében 2008 végén az MNB hosszabb lejáratú refinanszírozási hiteleket vezetett be. Meghirdetésükre heti rendszerességgel került sor kéthetes és hathónapos futamidőkn.

A hitelösztönző műveletek megjelenésével egyidejűleg az MNB bővítette az elfogadható fedezetek körét és csökkentette a kötelező tartalékrátát, ami tovább növelte a bankok likviditását. 2012-ben az MNB az Európai Központi Bankhoz hasonlóan alapkamathoz rögzített, változó kamatozású éven túli refinanszírozási hitellehetőséget hirdetett meg. 2008 végén az MNB meghirdette első kisebb eszközvásárlási programját: közvetlen eladással és vétellel megjelent a másodlagos állampapírpiacon szereplőjeként, majd 2010-ben jelzálog-vásárlási programmal ösztönözte a piaci likviditást. 2013-ban a megnövekedett nemteljesítő (vállalati) hitelállomány miatt évek óta visszaeső hitelezési kedv javítása, azon belül elsősorban a KKV-k hitelhez jutásának támogatása, a pénzügyi stabilitás erősítése, valamint a gazdasági növekedés élénkítése érdekében az MNB 0%-os kamatú, maximum tíz éves futamidejű refinanszírozási hitellehetőséget vezetett be, amelyet felülről korlátozott kamatmarzs mellett adhattak tovább a hitelintézetek ügyfeleknek.

A *Növekedési Hitelprogram (NHP)* három szakaszban nyújtott kedvezményes refinanszírozási hitellehetőséget a vállalati szektort hitelező bankok számára megfelelő hitelnyújtási aktivitás feltétele mellett. A program nemcsak a vállalati hitelezés további visszaesését fékezte meg, hanem lehetőséget adott hitelkiváltásra és devizaszwapok keretében devizaforrás lehívására is. A program elindításával a jegybank hozzájárult a hitelezés visszaesésének megfékezéséhez, amivel elősegítette a magyar gazdaság válságból való kilábalását (Magyar Nemzeti Bank, 2019).

Kiemelt gazdaságpolitikai programok keretében is alkalmazott az MNB nemkonvencionális eszközöket. A **devizahitelek forintosítása** keretében spot, valamint FX-swap (éven belüli) és CIRS devizaügyleteket (éven túli) kötött az MNB partnereivel, hogy biztosítsa a devizahitelek fedezéséhez használt ügyletek lezárásához szükséges devizát a hitelintézetek számára megfelelő ütemezésben. Az **önfinanszírozási program** megvalósítás során a hagyományos eszköztár átalakítása mellett (irányadó eszköz, kamatfolyósó, hitellehetőségek, kötelező tartalékrendszer) kamatcsereügyleteket (IRS) hirdetett meg az MNB: megfelelő értékpapírnövekmény esetén a hitelintézetek fix kamatot cserélhettek változó kamatra az MNB-nél. A kamatcsereügylet kockázatkezelési eszközként és a hagyományos eszköztár átalakítása keretében a szabad banki likviditás jegybanki elhelyezésének korlátozása révén arra ösztönözte a hitelintézeteket, hogy hazai kibocsátású értékpapírokba (amelyek a magyar értékpapírpiacon sajátosságaiból fakadóan nagy része állampapír) fektessenek. A devizahitelek forintosítása és az önfinanszírozási program hozzájárult az ország külső sérülékenységének csökkentéséhez, amit a nemzetközi hitelminősítők is elismertek Magyarországról szóló értékeléseikben a felminősítés indokaként. (Magyar Nemzeti Bank, 2019)

A vállalati hitelezést az NHP kivezetésével egyidejűleg piaci alapokra helyező *Piaci Hitelprogram* keretében az MNB további hitelezési feltételhez kötött kamatcsereügyleteket hirdetett meg (HIRS). 2017-ben monetáris célú forint kamatcsereügyletet (MIRS) vezetett be, hogy a laza monetáris kondíciókat a hozamgörbe hosszabb szakaszán is érvényesítse. A fix kamatozású, hosszú lejáratú lakáshitelek elterjedése, a jelzáloglevél kamatfelárak és a banki kamatkockázat csökkentése érdekében a MIRS mellett az MNB újabb jelzáloglevél-vásárlási programot valósított meg, amelyet a kedvező hozamalakulásra való tekintettel a MIRS-sel együtt 2018 végén kivezetett.

Az MNB legújabb eszközei a vállalati hitelezés további élénkítését szolgálják: az NHP fix program kedvezményes refinanszírozási hitellehetőséget teremt a hitelintézetek számára, hogy ösztönözze őket, hogy a vállalkozásoknak kiszámíthatóbb feltételeket biztosító, fix kamatozású, beruházási célú hitelt nyújtsanak. A Növekedési Kötvényprogram pedig a magyar nem-pénzügyi vállalati szektorban lényegében hiányzó kötvénypiac kiépítését ösztönzi.

Az MNB jelenlegi eszköztárában is megmaradtak a nemkonvencionális elemek. Részben annak köszönhetően, hogy egyes kamatcsereügyletek lejáratára 2020 után esedékes, részben mivel a bankrendszer forintlikviditási szükségletét különböző futamidőknél meghirdetett forintlikviditást nyújtó FX-swap tenderek keretében elégíti ki elsősorban a jegybank, fedezett hitellehetőséget pedig egyhetes lejáraton biztosít a hitelintézetek számára. Mivel e két utóbbi eszköz alkalmazását nem valami pénzpiaci turbulencia magyarázza, és rendszeres tenderek keretében biztosítanak hozzáférést a hitelintézetek számára, tekinthetjük azokat nyílt piaci műveletnek, azaz a hagyományos eszköztár részének. Nemkonvencionális eszköznek azért nevezhetők, mert az MNB évek óta alacsony kamatszintet tart fent és a rövid lejáratokon az effektív bankközi kamatok a likviditásnyújtó eszközöknek köszönhetően még az alapkamat amúgy is mérsékelt szintjénél is visszafogottabban alakulnak.

Az MNB 2013 nyarán közleményeiben jelezte a gazdasági szereplők felé, hogy „a makrogazdasági kilátások tartósan laza monetáris politika irányába mutatnak” és ennek megfelelően időzítette a kamatcsökkentési döntéseket, illetve köteleződött el az alapkamat historikusan alacsony szinten tartása mellett, amivel megkezdte a *forward guidance* (előretételező iránymutatás) hazai alkalmazását is.

3.5. Az MNB utóbbi egy évtizedének kamatpolitikája – a válságtól a historikusan alacsony kamatokig

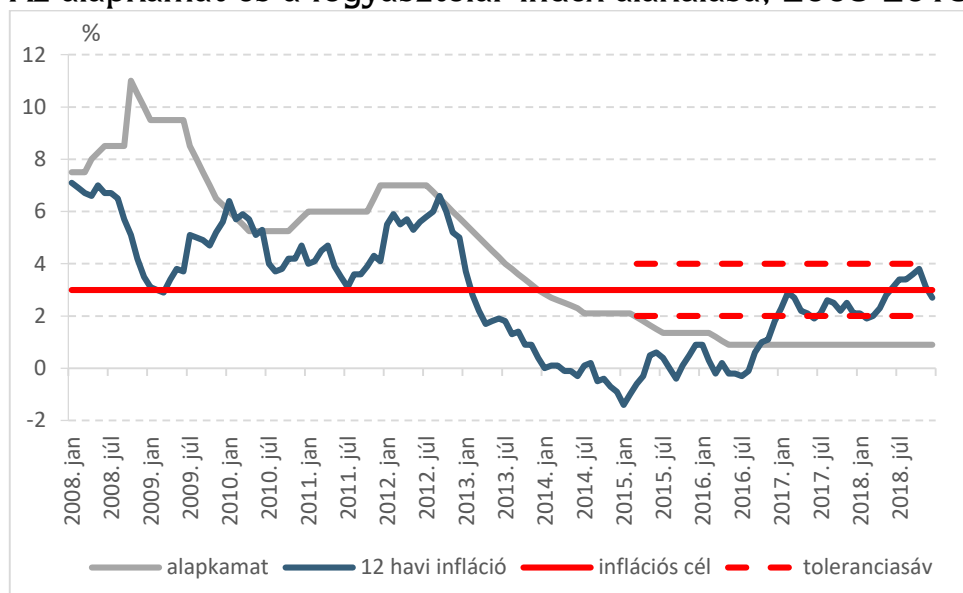
A 2007-2008-as globális pénzügyi válság világméretűvé válásától napjainkig tartó időszakban nem csak a jegybanki eszköztár radikális és innovatív átalakítására került sor, hanem a jegybank kamatpolitikája is hatalmas változáson esett keresztül (Póra, 2019). A Lehman Brothers csődjétől kezdődően az európai jegybankok többsége összehangolt kamatcsökkentésbe kezdett. Ezzel ellentétben külső sérülékenységre való hivatkozással (magas államadósság, magas devizahitel-állomány) az MNB 2018 szeptemberében a jegybanki alapkamat 11,5%-ra emeléséről döntött. A válság első éveiben Magyarországon a még magas inflációs környezet és a forintba helyeződő leértékelődési nyomás magas kamatszint fenntartását tette indokolttá.

2012 nyarán kezdődött meg a folyamatos kamatcsökkentés periódusa, amikor a Monetáris Tanács külső tagjainak szavazata révén sor került az első jelentős kamatvágásra. A kamatfordulatot részben a globális jelentőségű jegybankok tartósan laza monetáris politikai irányultsága, részben az országgal járó javuló megítélése és a fiskális politika terén meghozott, az államadósság csökkentését lehetővé tevő intézkedések támogatták. 2012 végétől ráadásul megtört a magas inflációs várakozásokkal jellemezhető periódus és jelentős dezinfláció ment végbe a gazdaságban, ami tovább indokolta a monetáris lazítás folytatását. 2012 augusztus és 2013 júliusa között az MNB Monetáris Tanácsa a kezdeti 7 százalékról 25 bázispontos lépésekkel 4 százalékra a jegybanki alapkamatot, majd újabb kamatcsökkentési ciklusok következtek, amit 2014-től az egy-egy hónapban negatívba forduló éves infláció is indokoltta tett. Végül a jelenlegi kamatszint úgy alakult ki, hogy az alacsony költségoldali inflációs nyomásra és a korábban nem tapasztalt visszafogott inflációs várakozásokra válaszul a Monetáris Tanács 2016 márciusa és májusa között 3 lépésben további 45 bázisponttal történelmi mélypontra, 0,9 százalékra szállította le az alapkamatot. (Magyar Nemzeti Bank, 2019) A meglévő kamatszint lehetővé tette, hogy 2017-től az infláció többségében a toleranciasávon belül tartózkodott és 2018 végére az éves infláció a jegybank célértékéhez közeli szinten stabilizálódott.

A kamatcsökkentések során alkalmazott előretekintő iránymutatás megfelelő mederbe terelte a kamatvárakozásokat és elősegítette, hogy a monetáris lazítás hatása hatékonyan érvényesüljön. (Magyar Nemzeti Bank, 2019) A hagyományos és nem-hagyományos eszközök aktív alkalmazásával is megtámogatott kamatcsökkentés nemcsak az árstabilitási cél megvalósítását tette

lehetővé, de a kiszámítható és mérsékelt kamatkörnyezet a pénzügyi stabilitás fenntartásának is kedvezett.

Az alapkamat és a fogyasztóiár-index alakulása, 2008-2018



Forrás: MNB, saját szerkesztés

A rövid kamatszintekhez alkalmazkodó állampapírhozamok és banki hitelhozamok jelentős megtakarítást jelentenek az államháztartás és a magánszektor hiteladósai számára is, ami segíti a fogyasztási és beruházási kereslet bővülését és ezzel a reálgazdasági növekedésre is ösztönzőleg hat. A jövő kérdése, hogy a reálgazdasági teljesítmény stabilizálódásával és a globálisan meghatározó jegybankok kamatemelése és mérlegleépítése révén fokozatosan szigorodó nemzetközi monetáris környezetben mekkora mozgástér marad a Magyar Nemzeti Bank számára a laza monetáris kondíciók fenntartása tekintetében.

Forrásjegyzék

- Andrade, Joaquim Pinto - Divino, José Angelo (2005): Monetary policy of the Bank of Japan – inflation target versus exchange rate target. Japan and the World Economy, Volume 17, Issue 2, 189-208. o.
- Baka Istvánné - Dancsó József - Ligeti Sándor - Vágyi Ferenc - Szarvas Ferenc - Varga József - Kürthy Gábor (2012): Bankismeretek: Egyetemi tankönyv. (szerk.: Baka Istvánné - Kürthy Gábor). Tanszék Kft., Budapest, 105 o. (ISBN:978-963-88777-4-1)
- Balogh Csaba (2009): Az MNB monetáris politika eszköztára. <https://www.mnb.hu/letoltes/eszkoztar-reszletes.pdf>
- Balogh László - Varga József - Bánfi Tamás (1993): Inflációs újraelosztás elméletek az adórendszerben. Budapest: Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetem Pénzügy Tanszék.
- Bank of Japan: Monetary Policy. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>. letöltés: 2019. március 15.
- Békési László - Köber Csaba - Kucsera Henrik - Várnai Tímea - Világi Balázs (2016): Az MNB makrogazdasági előrejelző modellje. MNB Working Papers 4. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-wp-2016-4.pdf>
- Bevezetés a gazdaságpolitikába (szerk.: Veress József) (1996). Aula, Budapest
- Bindseil, Ulrich (2004a): Monetary policy implementation – Theory, past and present. Oxford University Press
- Bindseil, Ulrich (2004b): The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. ECB working paper series. No. 372/ June
- BIS (2003): The role of central bank money in payment systems. Committee on Payment and Settlement Systems, August. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d55.pdf>
- Board of Governors of the Federal Reserve System: What are the Federal Reserve's objectives in conducting monetary policy? FAQs. https://www.federalreserve.gov/faqs/money_12848.htm. letöltés: 2019. március 15.
- Bodnár Katalin (2002): Phillips-görbe modellek az újklasszikus és az újkeynesi elméletekben. Competitio, I. évf. 1. szám, 55-72. o. http://competitio.unideb.hu/wp-content/uploads/2016/03/I-1/Bodnar_Katalin%2054_72%20old.pdf
- Dennis, Richard (2005): Inflation Targeting under Commitment and Discretion. FRBSF Economic Review. 1-13. o.
- ECB (2011): The Monetary Policy of the ECB. Third edition

- ECB (2014): The ECB's forward guidance. ECB Monthly Bulletin, April, 65-73. o.
- ECB (2017): Low inflation in the euro area: Causes and consequences. (Ciccarelli, M - Osbat, Ch. (eds.)) Occasional Paper Series, No. 181. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop181.en.pdf>
- ECB: Scope of monetary policy. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/role/html/index.en.html>. letöltés: 2019. március 15.
- Engen, Eric M. - Laubach, Thomas – Reifschneider, David (2015): The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies. Finance and Economics Discussion Series 2015-005. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>.
- Európai Központi Bank – Eurorendszer (2009): Központi Bankok Európai Rendszere. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_hu_webhu.pdf
- Európai Központi Bank – Eurorendszer (2017): Miért független az EKB? https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/ecb_independent.hu.html. letöltés: 2019. március 16.
- Federal Reserve Bank of New York: How currency gets into circulation. <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed01.html>. letöltés: 2018. március 17.
- Federal Reserve Bank of Richmond: Currency & Coin. <https://www.richmondfed.org/faqs/currency>. letöltés: 2019. március 17.
- Felcser, Dániel - Lehmann, Kristóf (2012): The Fed's inflation target and the background of its announcement. MNB Bulletin, October. <https://www.mnb.hu/letoltes/felcser-lehmann-eng.pdf>
- Fischer, Stanley (1988): Rules Versus Discretion in Monetary policy. NBER Working Paper, 2518. 48. o.
- Gordon, Robert J. (2008): The History of the Phillips Curve: An American Perspective. Australasian Meetings of the Econometric Society, Keynote Address. <https://www.nzae.org.nz/wp-content/uploads/2011/08/nr1217302437.pdf>
- Gray, Simon (2011): Central Bank Balances and Reserve Requirements. IMF Working Paper, WP/11/36
- Havrilesky, Thomas (1995): The Pressures on American Monetary Policy. Second edition. Springer Science+Business Media, LLC.
- Iakova, Dora M. (2007): Flattening of the Phillips-curve: Implications for Monetary Policy. IMF, Working Paper No. 07/76

- IMF (2013): Unconventional monetary policies – recent experience and prospects. Prepared by the Staff of the International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf>
- Kolozsi Pál Péter - Novák Zsuzsanna (2017): A monetáris politika eszközei a XXI. században – az MNB példája. In: Állam-Válság-Pénzügyek (szerk.: Kálmán János). Gondolat Kiadó, Budapest
- Komlóssy Laura - Lehmann Kristóf - Vadkerti Árpád (2014): Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre. IN: Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap. Tanulmánykötet a Növekedési Hitelprogram eddigi eredményeiről. 7-16. o.
- Krekó Judit - Balogh Csaba - Lehmann Kristóf - Mátrai Róbert - Pulai György-Vonnák Balázs (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. MNB-tanulmányok 100.
- Krugman, Paul (1999): Thinking about the Liquidity Trap. MIT, December. <http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>
- Kuroda, Harukiho (2017): Quantitative and Qualitative Monetary Easing and Economic Theory. Speech at the University of Zurich in Switzerland. Bank of Japan, November 13. https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2017/data/ko171114a1.pdf
- Lőrincné Istvánffy Hajna (2004): Nemzetközi pénzügyek. Aula Kiadó.
- Madár Péter (2003): Monetáris szabályozás. Finance Oktatási és Kutatási Alapítvány
- Madarász Annamária - Novák Zsuzsanna (2015): Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon 1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat a historikusan alacsony kamatszintekig? Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 4. szám, 87–107. o.
- Magyar Nemzeti Bank (2015): Nemzetközi kitekintés – Az amerikai bankrendszer sajátosságai. augusztus 14. <https://www.mnb.hu/letoltes/nemzetkozi-kitekintes-az-amerikai-bankrendszer-sajatossagai.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank (2017): Célzott út: Magyar jegybanki politika. MNB
- Magyar Nemzeti Bank (2019): Jelentés 2013-2019 <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-jelente-s-2013-2019-hun-0220.pdf>
- Magyar Nemzeti Bank: Az inflációs célkövetéses rendszer. <https://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-politika-keretrendszere/az-inflacios-celkoveteses-rendszer>. letöltés: 2019. március 17.
- Mankiw, N. Gregory (1997): Makroökonómia. Harmadik kiadás. Osiris Kiadó, Budapest 2002. 12. fejezet. 359-384. o.

- Matolcsy György (2015): Egyensúly és Növekedés. Kairosz Kiadó
- McLeay, Michael - Radia, Amar - Thomas, Ryland (2014): Money creation in the modern economy. BoE Quarterly Bulletin, Q1
- Mishkin, Frederic S. (2001): Issues in Inflation Targeting. www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin
- MNB (2006): Monetáris politika Magyarországon 2006. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadva-nyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/Monetaris_politika_2006/monetaris_politika_2006.pdf
- MNB (2015): A Magyar Nemzeti Bank monetáris politikai eszköztára. www.mnb.hu/letoltes/mon-pol-eszkozatar-2015-01.pptx
- Pénzügytan (szerk.: Bánfi Tamás) (2009). (szerzők: Baka Istvánné - Balogh László - Bánfi Tamás - Kürthy Gábor - Ligeti Sándor - Polgár Éva Katalin - Sulyok-Pap Márta - Surányi György - Száz János - Varga József). Tanszék Kft., Budapest
- Pénzügytan I-II. (szerk.: Bánfi Tamás - Sulyok-Pap Márta) (1999). Tanszék Kft., Budapest
- Polgár Éva Katalin - Novák Zsuzsanna (2015): A monetáris politika elméleti és gyakorlati alapjai. Budapesti Corvinus Egyetem. Közgazdaságtudományi Kar. 2. fejezet <http://mek.oszk.hu/15100/15170/15170.pdf>
- Póra András (2019): Implications of the Financial Crisis on EU Retail Banking. BME – Pénzügyi Műhelytanulmányok 6
- Salter, Alexander William (2014): An Introduction to Monetary Policy Rules. Mercatus Working Paper, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, November. <https://www.mercatus.org/system/files/Salter-Monetary-PolicyRules.pdf>
- Svensson, Lars E. O. (2005): Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. Prepared for the Central Bank of Chile Conference on “Monetary Policy under Inflation Targeting”, Santiago
- Tarafás Imre (2001): A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig. Budapest: Aula Kiadó, 161 o.
- Tarafás Imre (2002): Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987-2000. Aula Kiadó
- Taylor, John B. (2008): The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. <http://www.stanford.edu/~johntayl/FCPR.pdf>
- Validez, Stephen - Molyneux, Philip (2010): An introduction to global financial markets. Sixth edition. Palgrave Macmillan

- Varga József - Sipiczki Zoltán (2018): Az infláció gazdasági egyensúly torzító hatásai. In: Ünnepi tanulmányok Oroszi Sándor 70. születésnapja tiszteletére. (szerk.: Cseh Balázs; Parádi-Dolgos Anett - Varga József). Kaposvár, Magyarország:Kaposvári Egyetem Gazdaságtudományi Kar, 213-225. o.
- Varga József (2017): Az infláció definíciójáról és közvetlen újraelosztási hatásairól. KÖZ-GAZDASÁG, 12:(2), 235-243. o.
- Varró László (1994): A rules versus discretion vita története. Budapest: BKE.
- Vértessy László (2007): Magyar banktörténet a reformkortól az államosításig. in Jogtörténeti Szemle 2007/4. szám
- Vértessy László (2013): Bankok vs. Alaptörvény. in Jogelméleti Szemle 2013/3. szám
- Vértessy László (2018): Közpénzügyek és államháztartástan (6. fejezet) in Bethlendi András – Vértessy László: Makropénzügyek. Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem
- Vértessy László (2019): Jog és Pénzügyek a bankszektorban. Akadémia kiadó, 84 .o és 202-203. o.
- Werner, Richard A. (2009): New paradigm in Macroeconomics. Solving the riddle of Japanese macroeconomic performance. Palgrave Macmillan

